



In der Rezession

REDAKTION
Dr. Stefan Mitropoulos
Tel.: 0 69/91 32-46 19
research@helaba.de

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

1 Die Woche im Überblick	1
1.1 Chart der Woche	1
1.2 Wochen-Quartals-Tangente	2
1.3 Finanzmarktkalender KW 13 mit Prognosen	3
2 Im Fokus	4
2.1 Renten: Stabilisierung bei Renditen	4
2.2 Aktien: Auf Bodensuche	5
2.3 Globale Konjunktur: „Stop & Go“... im Zeitraffer	6
2.4 Europäische Banken: Üppige Bail-in Puffer im Härtestest	8
2.5 Covered Bonds: Qualität weiterhin gesucht	9
3 Charttechnik	10
4 Prognosetabelle	11

1 Die Woche im Überblick

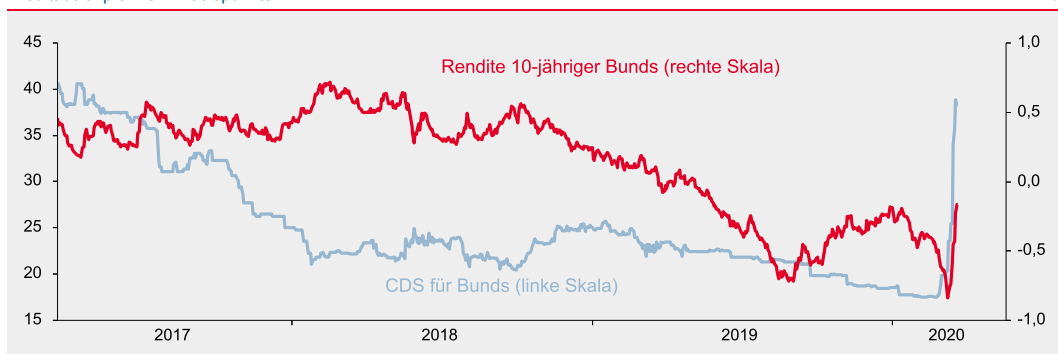
1.1 Chart der Woche

Ulf Krauss
Tel.: 0 69/91 32-47 28

Teure Rettungspakete = höhere Risikoaufschläge für Staatsanleihen

Kreditausfallprämie in Basispunkten

%



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Die Kosten der Corona-Pandemie scheinen, parallel zur der Ausbreitung des Virus, exponentiell zu steigen. Die Trump-Regierung will über Konjunkturpakete, Geschenkschecks und Steuererleichterungen über eine Billion US-Dollar in die Volkswirtschaft pumpen. Auch anderswo werden quasi unbegrenzte Garantien gegeben, um die schlimmsten ökonomischen Folgen wie Insolvenzen und Arbeitslosigkeit zu verhindern. Die Staatsverschuldung in vielen Ländern dürfte deutlich zunehmen. Auch Deutschland hat einen Garantierahmen von rund einer halben Billion Euro abgesteckt – mit der Option auf mehr. Die Reaktion der Anleger ließ nicht lange auf sich warten. In allen Industrieländern haben die Credit Default Swaps (CDS = Kreditausfallprämien auf Staatspapieren) einen deutlichen Satz nach oben gemacht und die Renditen von Staatspapieren mitgezogen. Die Corona-Krise hat zudem das Thema Eurobonds wieder hochgespült, was bei Bundesanleihen für zusätzliche Kursverluste sorgte. Der jüngste Anstieg der Risikoaufschläge dürfte einer der Gründe gewesen sein, warum die EZB ihr Kaufprogramm um weitere 750 Mrd. Euro aufgestockt hat.

1.2 Wochen-Quartals-Tangente

Stille macht sich breit. Das öffentliche Leben wird heruntergefahren. Die Maßnahmen im Kampf gegen den Coronavirus werden nicht nur in Europa – dem aktuellen Epizentrum der Pandemie –, sondern auch in den USA und vielen anderen Staaten in atemberaubender Geschwindigkeit verschärft. Damit kommt die Wirtschaft in Teilen komplett zum Erliegen. Jetzt sind nicht nur Reisen und Tourismus, sondern auch Gastronomie, Einzelhandel, viele Dienstleistungen und die Industrie betroffen – wie die Werksschließungen der deutschen Automobilhersteller untermauern. Unsere Erwartung eines begrenzten wirtschaftlichen Schadens hat sich in wenigen Tagen in Luft aufgelöst. Allein ein temporärer Stillstand dürfte die Wirtschaft in Deutschland in diesem Jahr um rund 3 % schrumpfen lassen. Dabei hoffen wir, dass hierzulande ähnlich wie in China nach etwa sechs bis acht Wochen das wirtschaftliche Leben allmählich wieder hochgefahren wird. Zudem sollten die extremen Reaktionen der Geld- und Fiskalpolitik eine Welle an Pleiten und Arbeitslosen verhindern. Falls sich jedoch die Maßnahmen im Kampf gegen Covid-19 noch weit ins zweite Halbjahr ziehen, sind auch unsere revidierten Prognosen Makulatur (S. 6).

In der Wirtschaftspolitik brechen derzeit alle Dämme: Die US-Notenbank senkte ihren Leitzins um einen Prozentpunkt auf quasi Null und beschloss ein Anleihekaufprogramm von 700 Mrd. US-Dollar. Die letzte Woche noch zaghafte EZB kramte nun doch die Bazooka hervor und möchte zusätzliche Wertpapiere in Wert von 750 Mrd. Euro kaufen. Die Bank of England legte ebenfalls nach. Während sich in Europa die Nationalstaaten mit Rettungspaketen und Sonderprogrammen überbieten, plant US-Präsident Trump sogar mehr als eine Billion US-Dollar auszugeben inklusive „Helikoptergeld“, also Schecks für die privaten Haushalte. Risikoassets blieben dennoch unter Druck, der Kursverfall bei Aktien ist noch nicht gestoppt (S. 5). Überraschenderweise waren selbst Staatsanleihen nicht gefragt. Die Renditen für Bunds und US-Treasuries sprangen nach oben (S. 4). Vielleicht benötigen Investoren dringend Liquidität, vermutlich ist der Anstieg aber auch als Misstrauensvotum gegen die Staaten zu werten. Wenigstens die US-Währung wurde – anders als Gold – ihrem Ruf als sicherer Anlagehafen gerecht. Hier haben wohl Liquiditätsgengpässe den Dollar gegenüber allen anderen Währungen aufwerten lassen. Mit dem weiteren Rohölpreisverfall stürzten insbesondere die Devisen der Exporteure ab. Angesichts der gigantischen Maßnahmen des US-Staats dürfte die Dollar-Stärke aber ein Krisenphänomen bleiben. Zunächst werden die Turbulenzen an den Finanzmärkten andauern. Sobald sich aber Licht am Ende des Corona-Tunnels zeigt, ist mit einer substantiellen Erholung zu rechnen. Vorerst gilt: Bleiben Sie gesund!

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit...		aktueller Stand*	Q2/2020	Q3/2020	Q4/2020
	31.12.2019	13.03.2020				
	jeweils gg. Euro, %		jeweils gg. Euro			
US-Dollar	4,9	4,6	1,07	1,10 (1,15)	1,15	1,20
Japanischer Yen	2,9	-1,1	118	117 (120)	120	125
Britisches Pfund	-9,1	-4,4	0,93	0,90 (0,85)	0,90 (0,85)	0,85 (0,80)
Schweizer Franken	3,0	0,1	1,05	1,05 (1,07)	1,07 (1,10)	1,10
	in Bp		%			
3M Euribor	-1	10	-0,39	-0,50	-0,50	-0,50
3M USD Libor	-79	38	1,12	0,90 (0,55)	0,80 (0,60)	0,70 (0,65)
10 jähr. Bundesanleihen	-1	55	-0,19	-0,50 (-0,60)	-0,50	-0,40
10 jähr. Swapsatz	-5	41	0,16	-0,05 (-0,15)	-0,05 (-0,10)	0,00
10 jähr. US-Treasuries	-78	34	1,14	1,00 (0,90)	1,00	1,25
	%		Index			
DAX	-35,0	-6,0	8.610	9.500 (10.500)	10.500 (11.500)	11.500 (12.000)
	%					
Brentöl \$/B	-56,9	-14,3	28	31 (41)	40 (47)	48 (53)
Gold \$/U	-3,0	-6,7	1.471	1.600 (1.680)	1.650	1.700

*Schlusskurse vom 19.03.2020

Bei Prognoseänderungen sind die vorherigen Werte in Klammern gesetzt

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.3 Finanzmarktkalender KW 13 mit Prognosen

Zeit	Land	Periode	Indikator	Helaba-Prognose	Bloomberg Consensus	Vorperiode
Montag, 23.03.2020						
16:00	EZ	Mrz	EU-Kommission; Saldo: Konsumentenvertrauen	-12,0	-13,0	-6,6
Dienstag, 24.03.2020						
09:30	DE	Mrz	Einkaufsmanagerindex (Verarb. Gewerbe, Vorabschätzung)	38,0	40,0	48,0
09:30	DE	Mrz	Einkaufsmanagerindex (Dienstleistungen, Vorabschätzung)	39,0	42,0	52,5
10:00	EZ	Mrz	Einkaufsmanagerindex Verarb. Gewerbe	38,0	40,0	49,2
10:00	EZ	Mrz	Einkaufsmanagerindex Dienstleistungen	39,0	42,0	52,6
14:45	US		St.-Louis-Fed-Präsident Bullard			
15:00	US	Feb	Neubauverkäufe, Tsd. (JR)	750	750	764
Mittwoch, 25.03.2020						
13:30	US	Feb	Auftragseingang langlebige Güter, % m/m	-1,0	-0,8	-0,2
Donnerstag, 26.03.2020						
08:00	DE	Apr	GfK-Konsumklima, Index	7,5	7,8	9,8
10:00	EZ	Feb	Geldmenge M3, % y/y	5,1	5,1	5,2
13:00	UK		Bank of England Zinsentscheid; %	0,10	0,10	0,10
13:30	US	Q4	BIP (2. Revision), % q/q (JR)	2,1	2,1	2,1
13:30	US	21. Mrz	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung, Tsd	400	k.A.	281
Freitag, 27.03.2020						
13:30	US	Feb	Persönliche Einkommen, % m/m	0,6	0,4	0,6
13:30	US	Feb	Persönliche Ausgaben, % m/m	0,1	0,3	0,2
13:30	US	Feb	Deflator privater Konsum % m/m % y/y	0,1 1,7	0,1 1,7	0,1 1,7
13:30	US	Feb	Kerndeflator privater Konsum % m/m % y/y	0,2 1,8	0,2 1,7	0,1 1,6
im Laufe der Woche						
08:00	DE	Feb	Importpreise % m/m % y/y	-0,3 -1,5	k.A. k.A.	-0,4 -0,9
08:00	DE	Feb	Einzelhandelsumsatz % m/m, real s.a. % y/y, real s.a.	0,0 1,4	0,0 k.A.	1,0 2,1

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

2 Im Fokus

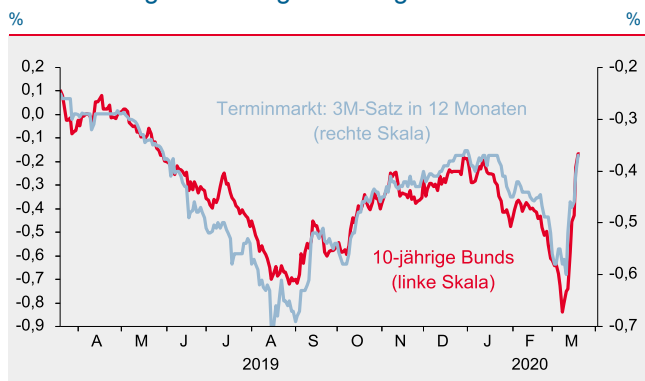
2.1 Renten: Stabilisierung bei Renditen

Ulf Krauss
Tel.: 0 69/91 32-47 28

Der jüngste Renditeanstieg bei Bundesanleihen und US-Treasuries war bemerkenswert. Jetzt sollte die veränderte fiskalpolitische Lage allerdings weitgehend eingepreist sein. Die Ankaufprogramme der Notenbanken können ihre zinssenkende Wirkung entfalten. Bei Euro-Peripherieanleihen sind die Effekte bereits deutlich sichtbar.

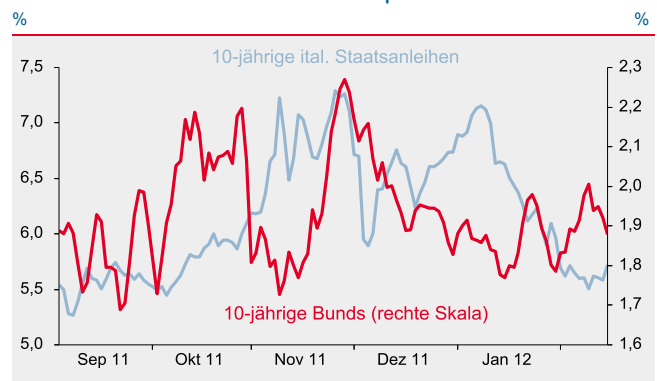
An den internationalen Rentenmärkten kam es zuletzt zu einem deutlichen Anstieg der Kapitalmarktzinsen. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen kletterte zeitweise auf 1,25 %, nachdem am 9. März bei 0,4 % ein historisches Tief markiert wurde. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen stieg zwischenzeitlich auf -0,2 %. Dies bedeutete Kursverluste von rund 6 % innerhalb von nur zehn Tagen. Die Entwicklung war insbesondere auf den Anstieg der Risikoprämie für Staatsanleihen zurückzuführen (siehe dazu Chart der Woche). Ein anderer Grund war der erhöhte Liquiditätsbedarf in der Krise, der den Ausverkauf beschleunigte. Einen gewissen Anteil an den gestiegenen Renditen hat aber auch die ausgebliebene Zinssenkung der EZB. Anders als bei den letzten Krisen 2008/09 und 2011 haben die Erwartungen bezüglich der Geldpolitik zuletzt einen völlig anderen Verlauf genommen. Statt weiter zu sinken haben die Geldmarktsätze an den Terminmärkten zuletzt sogar spürbar zugelegt. Diese Entwicklung dürfte der EZB kaum ins Konzept passen, so dass das Thema Zinssenkung u.E. noch nicht zu den Akten gelegt werden kann.

Zinssenkungserwartungen verfliegen



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bunds: 2011 mit höherer Risikoprämie konfrontiert



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Auch während der Euro-Schuldenkrise, als die Risikoaufschläge italienischer Staatsanleihen deutlich stiegen, wurden die Renditen von Bundesanleihen zeitweilig mit nach oben gezogen. Dies lag beispielsweise auch an Überlegungen, Euro-Gemeinschaftsanleihen einzuführen, um die Finanzierung der angezählten Krisenstaaten sicherzustellen. Allerdings entspannte sich die Lage immer wieder, so dass es letztendlich bei einem Seitwärtskurs der deutschen Renditen unter erheblichen Schwankungen blieb. Auch im aktuellen Umfeld haben sich die Kapitalmarktzinsen beiderseits des Atlantiks zuletzt wieder etwas zurückgebildet. Wir erwarten auch für die kommenden Monate tendenziell eher eine Beruhigung an der Zinsfront als einen erneuten spürbaren Renditeanstieg. Dazu beitragen dürften insbesondere die mächtigen Kaufprogramme der Notenbanken. Die rund eine Billion, die die EZB bis Jahresende insgesamt ankaufen will, bildet ein starkes Gegengewicht zu den erhöhten Risikoaufschlägen.

EZB-Ankündigungen zeigen bereits Wirkung

Bei italienischen Staatsanleihen zeigen die EZB-Maßnahmen bereits Wirkung. Der Spread gegenüber 10-jährigen Bunds ist gegenüber dem März-Hoch zuletzt um einen auf 1,8 Prozentpunkte gesunken. Noch deutlicher waren die Effekte bei griechischen Staatsanleihen, die jetzt explizit in das EZB-Kaufprogramm aufgenommen wurden. Hier sank der Renditeaufschlag gegenüber Bunds um rund 1,5 auf 2,6 Prozentpunkte. In Zusammenspiel mit zuletzt etwas stabiler wirkenden Aktienmärkten ergibt sich etwas mehr Hoffnung, dass die geldpolitischen Maßnahmen ihre positive Wirkung entfalten.

Markus Reinwand, CFA
Tel.: 0 69/91 32-47 23

2.2 Aktien: Auf Bodensuche

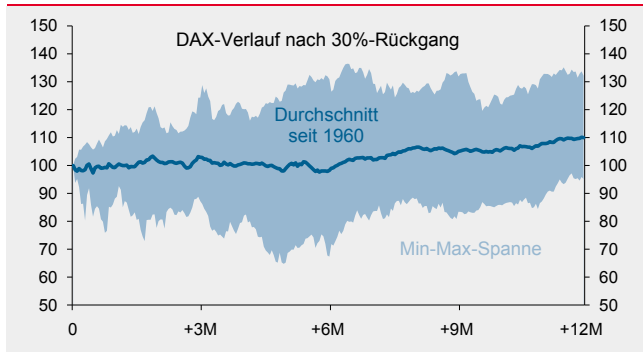
Nach den deutlichen Kursrückgängen der vergangenen Wochen versuchen wir auf Basis historischer Zyklen und Bewertungsrelationen, eine Standortbestimmung vorzunehmen. Dies kann jedoch bestenfalls eine grobe Orientierungshilfe liefern.

Gelingt der Turnaround im zweiten Halbjahr?

Aktien rund um den Globus befinden sich weiterhin im Sinkflug, auch wenn sich der Rückgang zuletzt etwas verlangsamt hat. Vergleichsweise glimpflich kommt dabei bislang der chinesische Aktienmarkt davon. Indessen wird von Seiten der Geld- und Fiskalpolitik alles getan, um die negativen ökonomischen Folgen der Corona-Pandemie so gut es geht abzufedern. Dennoch bleibt die Unsicherheit extrem hoch. Für die aktuelle Krise gibt es keine Blaupausen. Die Maßnahmen zur Verlangsamung der Ausbreitung des Virus haben massive Auswirkungen auf das wirtschaftliche Geschehen und machen eine permanente Überprüfung der Prognosen notwendig. So wird durch die jüngsten massiven Einschränkungen des öffentlichen Lebens sowie die Schließung wichtiger Produktionsbereiche der Einbruch in den ersten beiden Quartalen deutlich stärker ausfallen, als zunächst unterstellt. Für das zweite Halbjahr rechnen wir weiterhin mit einer spürbaren Erholung. Wir haben unsere Aktienprognosen daher erneut entsprechend angepasst.

DAX: Mittelfristig günstiges Chance-Risiko-Verhältnis

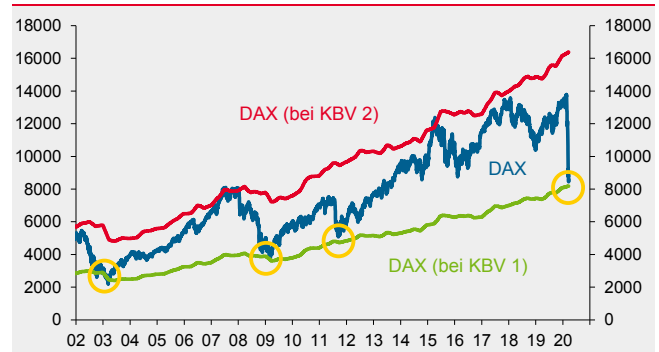
Indiziert: DAX-Stand nach 30 %-Rückgang = 100



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Niedrige Bewertung spricht für Bodenbildung

Index



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Viel Negatives vorweggenommen

Aktien haben mit ihrer Korrektur im Zeitraffer schon einen Großteil des Wachstumseinbruchs vorweggenommen. Immerhin hat der DAX gegenüber seinem Hoch bereits knapp 40 % verloren, beim S&P 500 sind es rund 30 %. Bei Kursrückgängen um mehr als 20 % spricht man von einem Bärenmarkt. Hierzulande gab es seit 1960 auf Basis des zurückgerechneten DAX bislang 13 solcher Abwärtszyklen. Im Durchschnitt dauerte es 18 Monate, bis Aktien ihr Tief erreicht hatten. Der Mittelwert der Kursrückgänge betrug 39 %. Wofür der DAX also in der Vergangenheit eineinhalb Jahre benötigte, hat er diesmal binnen eines Monats vollzogen. Daraus zu schließen, dass damit der Boden in der aktuellen Situation bereits erreicht ist, würde allerdings zu weit führen. Um das kurzfristige Abwärtsrisiko abzuschätzen, haben wir die Entwicklung früherer Zyklen untersucht, in denen der DAX bereits 30 % verloren hatte (linker Chart). Im Bärenmarkt von Juli 2007 bis März 2009 kam es innerhalb von zwölf Monaten zu einem weiteren Rückgang um knapp 38 %, der allerdings innerhalb weniger Monate wieder aufgeholt wurde. Zwölf Monate nach einem 30 %-Rückgang legte der DAX im Durchschnitt rund 10 % zu, im besten Fall sogar gut 30 %. Im schlechtesten Fall gab er weitere 5 % nach.¹ Hoffnung auf eine allmähliche Bodenbildung macht die niedrige Bewertung. Insbesondere das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) hat sich in der Vergangenheit häufig als verlässlicher Indikator erwiesen. Bei einem KBV von 1 fand der DAX bei früheren Kurseinbrüchen allmählich Halt. Derzeit liegt der Buchwert des DAX bei rund 8.200 Punkten, dieser Wert wird sich abhängig vom weiteren Verlauf der Krise aber noch reduzieren. Kurzfristig sind somit weitere Kursrückgänge möglich. Für mittel- bis langfristig orientierte Anleger überwiegen aus unserer Sicht jedoch die Chancen.

¹ Im Zuge der Baisse von März 2000 bis März 2003 gab der DAX nach einer Zwischenerholung erneut nach. Dieser Rückgang liegt jenseits des im Chart angezeigten 12-Monats-Zeitfensters

Patrick Franke
Tel.: 069/9132-47 38

2.3 Globale Konjunktur: „Stop & Go“ ... im Zeitraffer

Die Pandemie ist da und ihre realwirtschaftlichen Auswirkungen drohen alles zu übertreffen, was man sich im Vorfeld ausmalen konnte. Mit den drastischen Eindämmungsmaßnahmen, die derzeit in den großen Industriestaaten ergriffen werden, sind unsere erst kürzlich angepassten Konjunkturprognosen bereits wieder hinfällig. Es folgt ein Annäherungsversuch an die Realität.

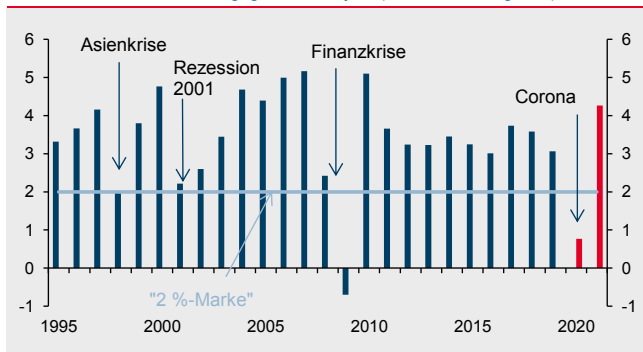
Unsere neuen Prognosen (siehe Chart S. 6) ergeben für 2020 ein globales Wachstum von nur noch 0,8 %. Dies liegt deutlich unter dem Wert von rund 2 %, der als weltweite Rezession gilt. Die Aussage „Wir sind in einer Rezession!“ verstellt aber den Blick auf Wesentliches: Diese Kontraktion wird wohl wie keine andere sein, seit es Wachstumszahlen auf Quartalsbasis gibt. Es ist verständlich, dass jetzt vielfach die Finanzkrise von 2008/2009 als mentaler Anker und Vergleichsmaßstab herangezogen wird. Dies ist aber ebenso wie der Vergleich mit regulären Rezessionen, die von ganz anderen Wirkungsketten getrieben werden, nur eingeschränkt sinnvoll.

Was es zu beobachten gilt

Der konjunkturelle Verlauf in den kommenden Quartalen hängt in allen betroffenen Ländern von denselben zentralen Faktoren ab: Wie lange dauert es, bis die Ausbreitung des Virus eingedämmt wird? Wie schnell nehmen die Behörden dann die Restriktionen zurück? Wie schnell kann sich das öffentliche Leben normalisieren? In welchem Umfang entlädt sich aufgestaute Nachfrage? Wie viel der negativen Effekte auf die Einkommen einzelner Haushalte und die Solvenz von Unternehmen können die umfangreichen wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen abfangen? Kann eine sekundäre Bankenkrise verhindert werden?

Schwächer nur in der Finanzkrise

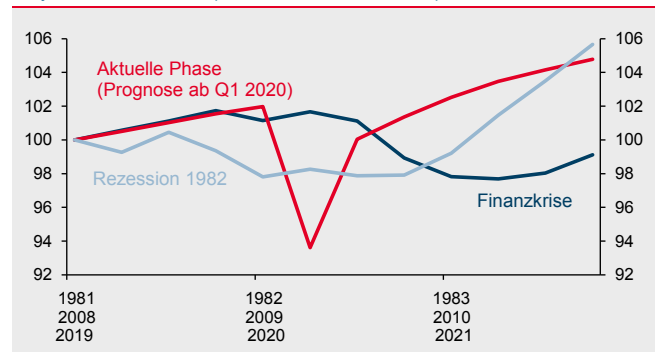
Weltwirtschaftswachstum, % gegenüber Vorjahr (2020/2021: Prognose)



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

„V“ steht für Virus?

Konjunkturverlauf am Beispiel der USA, indexierter Output



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unterstellen wir für die Epidemie in den anderen Ländern einen ähnlichen zeitlichen Ablauf wie in China, würde dies eine Perspektive bieten, dass die Ausbreitung Ende März oder im April ihren Hochpunkt durchläuft. Dann wäre noch im Laufe des zweiten Quartals mit einer Lockerung oder Aufhebung der entscheidenden Restriktionen zu rechnen. Da die aktuelle Kontraktion andere Ursachen als eine normale Rezession hat, wäre eine ungewöhnlich schnelle Erholung zu erwarten. Wie ein luftgefüllter Ballon, den man zusammendrückt, sollte die wirtschaftliche Aktivität nach dem Entfall der externen Einschränkungen zügig wieder das alte Ausmaß annehmen. Dies steht im Gegensatz zu den relativ langsamen und schleppenden normalen zyklischen Kontraktionsphasen. Zwar dürfte der Umfang der Kontraktion auf kurze Sicht alles übertreffen, was man sich bislang vorstellen konnte. Der Rückprall sollte aber ebenfalls eine ungeahnte Wucht entwickeln.

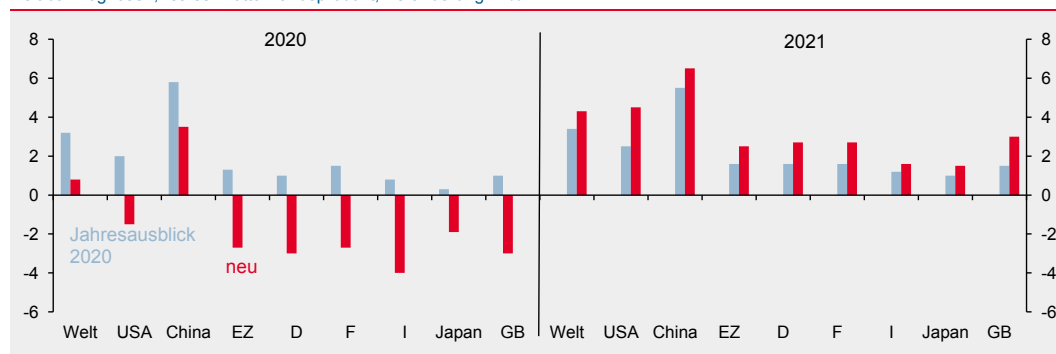
Dieses Basis-Szenario ist allerdings keine ausgemachte Sache. Der „Shutdown“ könnte bei Unternehmen (Umsatzeinbußen, Insolvenzen) und Haushalten (Einkommensausfälle, Jobverluste) ausreichend ökonomischen Schaden anrichten, so dass selbst die umfangreichen staatlichen Maßnahmen nicht alles abfangen können. Oder die realwirtschaftliche „Zwangspause“ könnte das Bankensystem in Schwierigkeiten bringen. Dann wären auch die neuen Prognosen noch zu hoch – eine „normale“ Rezession könnte sich an die „V“-förmige Kontraktion anschließen.

Deutliche Anpassungen der Wachstumsprognosen – überall

Das oben beschriebene Basis-Szenario haben wir in Variationen in unseren neuen Prognosen unterstellt. Manche Länder werden etwas stärker betroffen sein als andere und der Ablauf ist nicht überall zeitgleich: Die USA hinken zum Beispiel etwas hinter Europa her. Auch trifft die Krise auf Wirtschaftsräume mit unterschiedlicher Dynamik – Deutschland und manche andere Teile Europas standen vorher schon am Rande der Stagnation, während die USA mit rund 2 % Wachstum ins Jahr 2020 starteten.

Wachstumsprognosen: Massive Abwärtsrevisionen für 2020, Erholung 2021

Helaba Prognosen, reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung in %



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

China ist in dieser Frage dem Rest der Welt zeitlich voraus. Hier läuft die Normalisierung bereits, wenn auch etwas langsamer als erhofft. Hinzu kommen stärkere negative Rückkopplungseffekte aus dem Rest der Welt. Wir haben daher auch hier noch mal den Rotstift angesetzt und die Prognose für 2020 auf 3,5 % reduziert. China wird jetzt als Test fungieren, wie schnell sich Angebot und Nachfrage nach dem Ende der Einschränkungen normalisieren können.

In Europa wird Italien besonders schwer getroffen. Der Rückgang des Bruttoinlandsproduktes hier beträgt 2020 voraussichtlich 4 %. Für Deutschland erwarten wir jetzt -3 %. Der negative Effekt auf die US-Wirtschaft dürfte stärker als anderswo auf das zweite Quartal konzentriert sein. Die große Bedeutung der Dienstleistungen stellt für die USA sogar einen Nachteil dar – Warenproduktion kann leichter wieder „aufgeholt“ werden als ausgefallene Dienstleistungsproduktion. Alle neuen Wachstumsprognosen finden Sie in Tabellenform auf S. 8.

Es wird noch Wochen dauern, bis wir klarer sehen

Nun ist – nicht nur wegen des Hausarrest-ähnlichen Zustands bei vielen – erst mal Geduld gefragt. Überall liefern die Konjunkturdaten zunächst in erster Linie veraltete Informationen über die „Vorkrisen-Periode“. Die Stimmungskennzeichen für März und April werden dann katastrophal ausfallen. Realwirtschaftliche Daten für den März, geschweigen denn für den April, liegen noch Wochen bis Monate in der Zukunft. Die ersten Schätzungen für das Wachstum im zweiten Quartal legen die Statistiker erst ab Juli vor. Mindestens bis dahin sind weitere staatliche Eingriffe zur Stimulierung der Aktivität wahrscheinlich. Hierbei steht die Wirtschaftspolitik vor der Herausforderung, dass die primären Akteure der letzten Jahre, die Notenbanken, im Gegensatz zur Finanzkrise keine Instrumente haben, um direkt am Problem anzusetzen. Sie können nur darauf hinarbeiten, die Auswirkungen auf Bankensystem und Finanzmarkt zu minimieren. Aber auch der Standardinstrumentenkasten der Fiskalpolitik ist nur eingeschränkt für eine Krise geeignet, in der nicht Unsicherheit und überbordender Pessimismus der Haupttreiber sind, sondern vom Staat selbst verhängte Restriktionen für die Wirtschaftsaktivität.

2.4 Europäische Banken: Üppige Bail-in Puffer im Härtetest

Für die Banken bringt Corona vielfache Belastungen. Zum einen sind ihre eigenen Refinanzierungskosten deutlich gestiegen. Zum anderen ist mit einer Zunahme von Kreditausfällen zu rechnen. Geldpolitik und Aufsicht haben relativ schnell mit Maßnahmen für den Bankensektor reagiert. Aus unserer Sicht ist nun entscheidend, dass die Fiskalpolitik, die auf die Kreditversorgung der Unternehmen abzielt, wirkt und so die Kreditausfälle begrenzt bleiben.

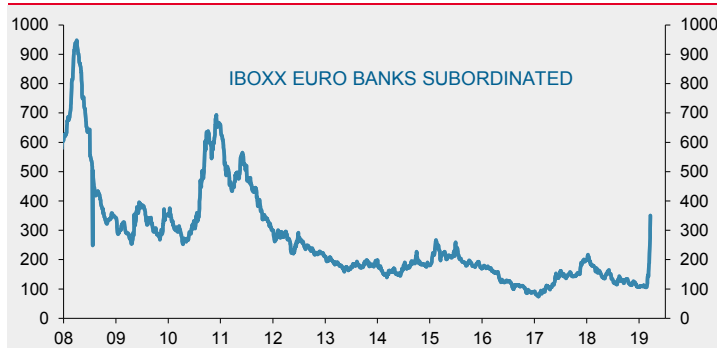
Für die Banken liegt das Hauptrisiko in ihren Kreditbüchern. Die Belastung der Unternehmen durch die Reduzierung der wirtschaftlichen Aktivität wirkt sich unmittelbar auf die Bonität der Kredite aus. Ebenso ist bei Privatpersonen infolge von Kurzarbeit oder gar Arbeitslosigkeit mit Zahlungsschwierigkeiten zu rechnen. Die Staaten Europas haben bereits mit umfangreichen Kreditprogrammen aus öffentlicher Hand reagiert. Zumindest wird alles versucht, um staatlich garantiert die Kreditversorgung der Unternehmen sicherzustellen und auch kurzfristige Liquiditätsengpässe zu überbrücken sowie Arbeitsplätze zu sichern.

Die Banken spielen in der Wirkungskette eine wichtige Rolle: Über sie gelangen die staatlich garantierten Kredite zu den Unternehmen. Geldpolitik und Aufsicht haben auch hier schnell mit Maßnahmen reagiert. Zum einen stellt die EZB umfangreiche Liquidität zur Verfügung. Mit der jüngsten Erhöhung des EZB-Ankaufsprogramms um 750 Mrd. Euro und die Ausweitung auf Commercial Paper von Unternehmen hat die Zentralbank nochmals deutlich gemacht, wie ernst es ihr hierbei ist. Zum anderen hat die EZB-Aufsicht bereits die Mindestanforderungen an das Eigenkapital gelockert.² Damit ist der Instrumentenkasten u.E. noch lange nicht leer. Vorstellbar ist etwa eine Erleichterung bei der Einstufung von Krediten als notleidend.

Wichtige Rolle der Banken bei Versorgung von Unternehmen mit Staatskrediten

Risikoaufschläge bei Nachrangdarlehen von Banken deutlich rausgelaufen

ASW in Basispunkten



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Zunehmend in den Fokus wird nun der Anstieg der risikogewichteten Aktiva (RWA) als Nenner der regulatorisch zentralen Kernkapitalquote rücken: Durch die Ziehung von Kreditlinien durch Unternehmen und Rating-Herabstufungen könnten diese bei den Instituten teils schmerzlich zunehmen. Die zuvor genannten Eigenkapitalerleichterungen helfen. Nach den Jahren kontinuierlich zunehmender regulatorischer Anforderungen sind auch hier weitere Erleichterungen denkbar, etwa das Aussetzen von kurzfristig bevorstehenden Verschärfungen bei der Berechnung der RWA (TRIM – Targeted Review of Internal Models).

Dank des Aufbaus von Bail-in-Kapital als Konsequenz aus Finanz- und Staatsfinanzierungskrise verfügt der Sektor insgesamt über einen recht guten Risikopuffer. Umfang und Zusammenwirkung der ergriffenen fiskalpolitischen Maßnahmen sind aus unserer Sicht beeindruckend. Anleihegläubiger sind daher vielfach gut vor Ausfallrisiken geschützt, eine Umwandlung ihrer Forderungen in Eigenkapital ist aber je nach Dauer und Verlauf der Krise nicht auszuschließen.

² Siehe Credit Special „[Europäische Banken: EZB mit Maßnahmen gegen Corona-Schock](#)“ vom 13.3.2020

2.5 Covered Bonds: Qualität weiterhin gesucht

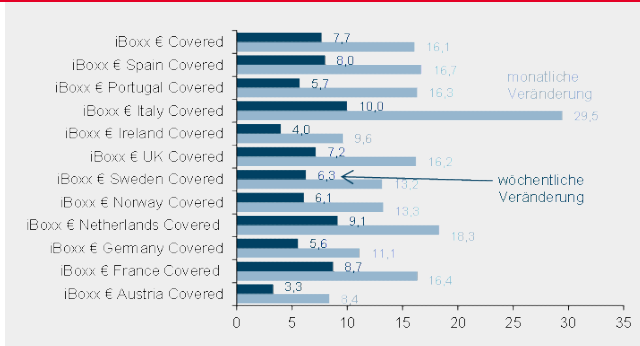
Nach der Aufstockung des EZB Ankaufprogramms in Höhe von 120 Mrd. Euro hatten sich die Risikoaufschläge bei Covered Bonds weiter nennenswert ausgeweitet. Das neue, riesige Pandemie-Kaufprogramm konnte daran bislang wenig ändern. Auch die nächsten Tagen dürften auf der Investorensseite von Abwarten geprägt sein. In dieser Phase dürften Papiere mit hohen Ratingpuffern und hohen Überdeckungsquoten profitieren.

Pandemie-Kaufprogramm weckt Spread-Dämpfungs-erwartungen

Zuletzt hat sich der durch die Corona-Krise ausgelöste Anstieg der Risikoaufschläge bei Covered Bonds ungedämpft fortgesetzt. In der Nacht zum Donnerstag legte die EZB mit ihrem Pandemie-Kaufprogramm (PEPP) über 750 Mrd. Euro nach. Damit setzte sich die Einsicht durch, dass die aus dem letzten Programm ableitbaren 13 Mrd. Euro pro Monat nicht ausreichen, um den Kapitalmarkt wirkungsvoll zu stützen. Obwohl die Verteilung dieser riesigen Summe auf die verschiedenen Asset-Klassen nicht bekannt ist, gehen wir davon aus, dass die EZB-Maßnahmen Wirkung zeigen und sich Spreadausweitungen, wenn auch unterschiedlich, abflachen. Insgesamt kann die EZB den Bondmarkt aus den Ankaufprogrammen (750 Mrd. Euro + 120 Mrd. Euro + monatlich 20 Mrd. Euro) dieses Jahr mit insgesamt 1.050 Mrd. Euro stützen. Nach unserer Ansicht sprechen die geplanten Staatsausgaben und der Fokus der Unterstützung auf nicht-finanzielle Unternehmen für einen Rückgang der Ankaufsquote von Covered Bonds. Zwar hatte dieser in den letzten Monaten bei durchschnittlich 12 % gelegen. In der Zeit vom Beginn des Ankaufprogramms für Unternehmensanleihen Mitte 2016 bis Ende 2018 lag der Wert bei durchschnittlich 6 %. Doch auch mit dieser Quote und umgerechnet 63 Mrd. Euro zusätzlich zu dem Betrag aus den Wiederanlagen stünde dem Segment u.E. eine riesige Stütze zur Verfügung. Immerhin läge sie klar über den von uns noch für dieses Jahr erwarteten EZB-fähigen Euro-Benchmark Neuemissionen von rund 50 Mrd. Euro.

Credit Spread-Bewegungen differenzieren vermehrt

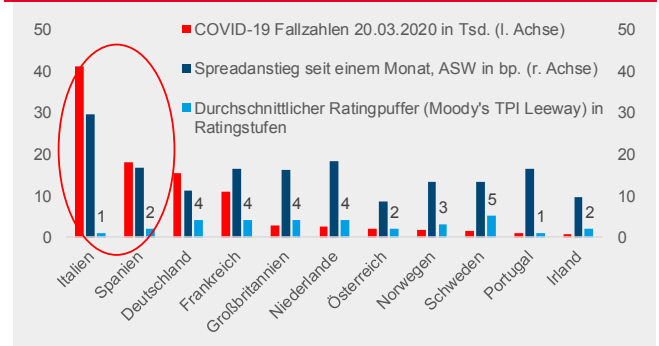
ASW in Basispunkten, Stand:19.3.2020



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hoher Spreadanstieg bei wenig Ratingpuffer

COVID-19 Fallzahlen, Spreads d. iBoxx EUR Covered Indizes, Ratingpuffer



Quellen: Datastream, Moody's, J. Hopkins University, Helaba Volkswirtschaft/Research

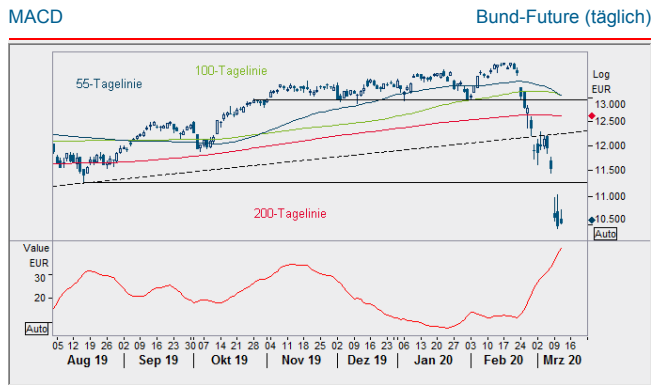
Credit-Komponente wieder im Fokus

Wie wir erwartet haben³, zeigten sich in der letzten Woche klarere Unterschiede bei den Spreadausweitungen als zuvor. Die Marktteilnehmer dürften sich die Auswirkungen des COVID-19 auf dieses Segment mittlerweile genau anschauen. Wir gehen davon aus, dass die Corona-Krise im ersten Schritt über Ratingverschlechterungen bei Banken auf die Ratingpuffer der gedeckten Papiere durchschlagen wird. Bei einigen italienischen und spanischen Covered Bonds ohne Ratingpuffer dürften sich Ratingverschlechterungen bei Banken direkt auf die Bonitäten der gedeckten Schuldverschreibungen auswirken. In diesen Ländern verstärkt ferner das im Vergleich zum Covered Bonds-Rating auffallend niedrigere Staaten-Rating die geringe Widerstandsfähigkeit der Bonds. Im zweiten Schritt werden sich u.E. finanzielle Engpässe bei Unternehmen oder Privatpersonen sowie sinkende Wohn- und Gewerbeimmobilienpreise und Staatenratings auf Kreditrückstände oder gar -ausfälle bzw. Beleihungsquoten in den Deckungsmassen auswirken. Je höher die Überdeckungsquote, desto widerstandsfähiger dürften sich die Papiere zeigen und desto weniger wahrscheinlich wird es unserer Ansicht nach zu einer Ratingverschlechterung kommen.

³ Siehe Covered Bonds Special „Credit-Komponente gewinnt wieder an Bedeutung“ vom 12.3.2020

3 Charttechnik

Bund-Future: Massive Verluste



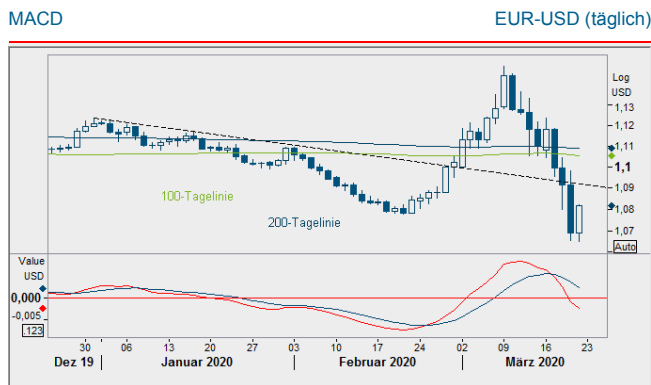
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	171,18	171,39	171,75
Unterstützungen:	167,52	166,33/44	164,82

Der Bund-Future verzeichnete im Wochenverlauf massive Verluste und markierte ein Kontrakttief bei 167,52. Mit der Abwärtsbewegung wurden wichtige Haltemarken unterschritten, sodass der technische Ausblick negativ ist. So steht der DMI auf Verkauf und der ADX steigt, MACD und Stochastic sind gen Süden gerichtet und das Kursmomentum sinkt im negativen Bereich. Unterhalb des Kontrakttiefs bei 167,52 könnten Verluste bis 166,33/44 folgen. Hürden lokalisieren wir bei 171,18, bei 171,39 und bei 171,75. An letzterer Marke verläuft die 55-Tagelinie.

Patrick Boldt (Tel.: 069/9132-1891)

EUR-USD: Dynamisch abwärts



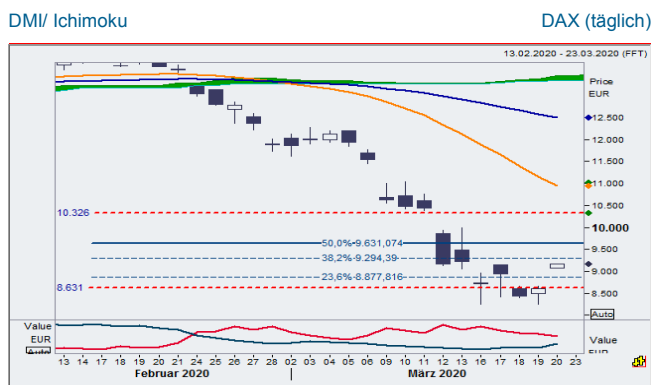
Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	1,0980	1,1091	1,1236
Unterstützungen:	1,0568	1,0492	1,0339

Der Euro hat seit Anfang letzter Woche mehr als 7 % an Wert eingebüßt und mit Kursen von zeitweise 1,0650 US-Dollar das tiefste Niveau seit April 2017 erreicht. Mit dem dynamischen Abschwung wurden wichtige Unterstützungen unterschritten – unter anderem alle gängigen Durchschnittslinien, die sich inzwischen unisono gen Süden richten. Dadurch bleibt der Ausblick getrübt. Trotz der massiven Verluste ist es nicht zu einer überverkauften und korrekturbedürftigen Marktlage gekommen. Das nächste Kursziel ist um 1,0500 US-Dollar zu finden.

Ulrich Wortberg (Tel.: 069/9132-1891)

DAX: Stabilisierungstendenzen



Quellen: Reuters, Helaba Volkswirtschaft/Research

Widerstände:	9.168	9.209	9.330
Unterstützungen:	8.734	8.631	8.416

Die Unterstützungszone im Bereich von 8.412/8.250 hat zuletzt gehalten. Im Zuge dessen konnte sich der DAX stabilisieren, eine temporäre Erholung einleiten und den Widerstand bei 8.631 Zählern überwinden. Kurzfristig rückt damit die Strukturmarke bei 8.989 und 9.168 Punkten in den Fokus. Darüber hinaus gilt es, den bei 9.209 Zählern verlaufenden 576-Wochen-Fractal-Average im Auge zu behalten. Dieser könnte erstmals seit dem Jahr 2011 wieder unterschritten werden. Supports lassen sich bei 8.930, 8.734, 8.666 und 8.631 Zählern definieren.

Christian Schmidt (Tel.: 069/9132-2388)

Bitte beachten Sie: Die Ausführungen auf dieser Seite basieren ausschließlich auf der Technischen Analyse und sind kurzfristig orientiert. Die fundamentalen Analysen mit einer mittel- und langfristigen, strategischen Ausrichtung gehen nicht in diese Betrachtungen ein.

4 Prognosetabelle

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Veränderung gg. Vorjahr, %			
	2018	2019	2020p	2021p	2018	2019	2020p	2021p
Eurozone	1,9	1,2	-2,7	2,5	1,8	1,2	0,8	1,5
Deutschland	1,5	0,6	-3,0	2,7	1,8	1,4	1,1	1,9
Frankreich	1,7	1,3	-2,7	2,7	2,1	1,3	0,9	1,6
Italien	0,7	0,3	-4,0	1,6	1,2	0,6	0,1	1,1
Spanien	2,4	2,0	-2,0	2,7	1,7	0,8	0,4	1,3
Niederlande	2,6	1,7	-2,5	2,5	1,6	2,5	1,3	1,9
Österreich	2,3	1,5	-0,8	2,4	2,0	1,5	1,2	1,9
Irland	8,2	5,5	0,5	5,0	0,7	0,9	0,7	2,0
Portugal	2,1	1,8	0,0	1,9	1,2	0,3	0,2	1,3
Griechenland	1,9	1,9	0,2	2,3	0,6	0,5	0,4	1,5
Schweden	2,4	1,3	-2,1	3,1	2,0	1,8	0,9	1,8
Norwegen	1,6	1,2	-2,3	3,0	2,8	2,2	1,3	2,0
Polen	5,2	4,1	1,3	3,2	1,6	2,3	3,0	2,6
Tschechien	2,8	2,4	-0,4	2,5	2,1	2,8	2,7	2,4
Ungarn	5,1	4,9	1,2	2,9	2,8	3,4	3,2	2,9
Großbritannien	1,3	1,4	-3,0	3,0	2,5	1,8	1,0	2,4
Schweiz	2,7	0,9	-1,0	3,0	0,9	0,4	-0,5	1,0
USA	2,9	2,3	-1,5	4,5	2,4	1,8	0,5	3,0
Japan	0,3	0,7	-1,9	1,5	1,0	0,5	0,5	1,3
Asien ohne Japan	5,6	4,8	3,5	5,5	2,6	2,9	3,1	2,6
China	6,8	6,1	3,5	6,5	2,1	2,9	3,0	2,5
Indien	6,1	5,0	5,2	6,2	3,9	3,7	4,5	3,8
Russland	2,5	1,3	0,0	1,7	2,9	4,8	4,2	4,0
Türkei	3,0	0,9	2,3	3,8	16,3	15,6	10,1	9,4
Lateinamerika*	0,8	1,4	-0,1	3,1	6,7	8,3	7,4	5,9
Brasilien	1,1	1,1	-0,2	2,8	3,7	3,8	3,2	3,8
Welt	3,6	3,1	0,8	4,3	2,8	2,9	2,5	2,8

p = Prognose; BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt; *Inflation Lateinamerika wegen Hyperinflation ohne Venezuela

Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research ■