

16. März 2020

Globaler Marktausblick: Arbeitshypothesen in Zeiten von COVID-19

Rationalität ist ein großes Wort in Zeiten der Unsicherheit. Doch selbst wenn wir nicht in der Lage sind, den möglichen Ergebnissen Wahrscheinlichkeiten zuzuweisen, müssen weitreichende finanzielle Entscheidungen getroffen werden. Dieser Umstand verlangt es, Rationalität trotz Unsicherheit und schlechter Informationslage als Anspruch unserer Arbeit aufrecht zu erhalten.

Seit 2008 haben wir eine Entwicklung an den Kapitalmärkten, die eine deutliche Akzentuierung von Aktienanlagen in der Anlagestrategie gefordert hat. In der aktuellen Krise zeigen insbesondere Aktienanlagen hohe kurzfristige Kursverluste. Damit stehen viele, Anleger wie Banken, vor der Frage, ob Aktien verkauft bzw., falls schon geschehen, wann Aktien wieder gekauft werden sollen. Dieses Briefing-Papier wurde geschrieben, um ebendiese Entscheidungsprozesse zu unterstützen. Hierzu wurden akademische Publikationen und Beiträge von Nicht-Finanzinstitutionen gesammelt und zu einer Arbeitshypothese zu den wirtschaftlichen Auswirkungen der momentanen COVID-19 Pandemie vernetzt, um den Blickwinkel über die oft taktische Meinung der Banken hinaus um eine mehr strategische Position zu ergänzen.

Bitte beachten Sie: Dieses Positionspapier ist ausdrücklich nicht als eine Empfehlung des Hinzen Privatkontors zu verstehen. Das ist Sache Ihrer Bank oder Ihres Vermögensverwalters.

Der Verlauf der typischen Epidemie wird durch die *epidemische ,epi' Kurve* beschrieben (siehe Abb. 1). Diese Kurve im Hinterkopf zu behalten ist wichtig, wenn man die Auswirkungen von Epidemien analysiert. Vorhersagen, die auf linearen Modellen basieren, führen bei Epidemien zu einer Unterschätzung während der Ausbruchsphase und zu einer Überschätzung während der Beschleunigungsphase (Baldwin & Mauro, 2020).

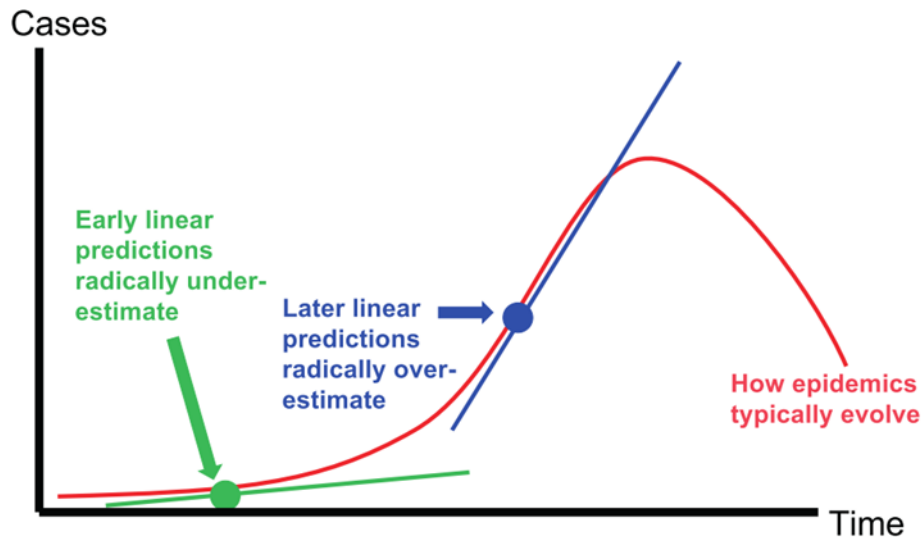


Abbildung 1: Das Problem mit linearen Erwartungen und der epidemischen Kurve (Baldwin & Mauro, 2020)

Dass der aktuelle COVID-19-Ausbruch dieser Epikurve folgt, ist als sehr wahrscheinlich einzuschätzen: Erstens, da das Virus anderen Coronaviren und dem Influenzavirus ähnelt, an welchen die Epikurve validiert wurde. Zweitens, weil die Daten aus China (siehe Abb. 2) und Südkorea nahelegen, dass sich die Epidemie in diesen Ländern bereits in der Entschleunigungsphase befindet (Baldwin, 2020a, siehe Abbildung 2).



Abbildung 2: Tägliche neue Fälle in China (31.12.2019 – 11.-03.2020) (Baldwin, 2020a)

Aus China gibt es bereits erste Signale eines einsetzenden Aufschwungs (Reeves, Fæste, Chen, Carlsson-Szlezak, & Whitaker, 2020). Darüber hinaus erscheint aufgrund erster Untersuchungen von Wang, Tang, Feng, & Lv (2020) das Szenario eines Abflauens der Pandemie in den Sommermonaten als wahrscheinlich.

Dies deutet aus unserer Sicht darauf hin, dass der derzeitige politische Ansatz der erzwungenen sozialen Distanzierung (erstmalig in China und Korea umgesetzt) ein effektives Instrument zur Eindämmung eines COVID-19-Ausbruchs ist. Da es sich jedoch um das einzige bekannte wirksame politische Instrument handelt, gehen wir davon aus, dass es bei jedem folgenden Ausbruch Verwendung finden wird.

Die Entwicklungen in China und Südkorea bedingen weiters unsere Arbeitsthese, dass trotz des derzeitigen globalen Anstiegs neuer Fälle mit dem Ende des derzeitigen Ausbruchs innerhalb eines kurzfristigen Zeithorizonts zu rechnen ist.

Unsicherheiten in Bezug auf den momentanen COVID-19-Ausbruch bestehen aus unserer Perspektive hauptsächlich bezüglich zwei noch offener Fragen:

1. An wie vielen Standorten wird das COVID-19 ausbrechen und Eindämmungspolitik notwendig machen?
2. Wird der Ausbruch von COVID-19 ein einmaliges Ereignis bleiben oder zu einem wiederkehrenden Phänomen werden?

Die makroökonomischen Auswirkungen des "medizinischen Schocks" durch COVID-19 werden durch das Virus selbst und die daraus resultierende Eindämmungspolitik verursacht. Diese Auswirkungen manifestieren sich in allen Bereichen des wirtschaftlichen Kreislaufs des Einkommens (siehe Abbildung 3). Laut Baldwin (2020b) ist dies untypisch im Vergleich zu den wirtschaftlichen Schocks der letzten Jahrzehnte. Bei diesen Schocks war die Ursache je in einem bestimmten Teil des Wirtschaftskreislaufes zu verorten (z. B. bei Banken in der letzten Finanzkrise oder bei Zentralbanken in Forex-Krisen).

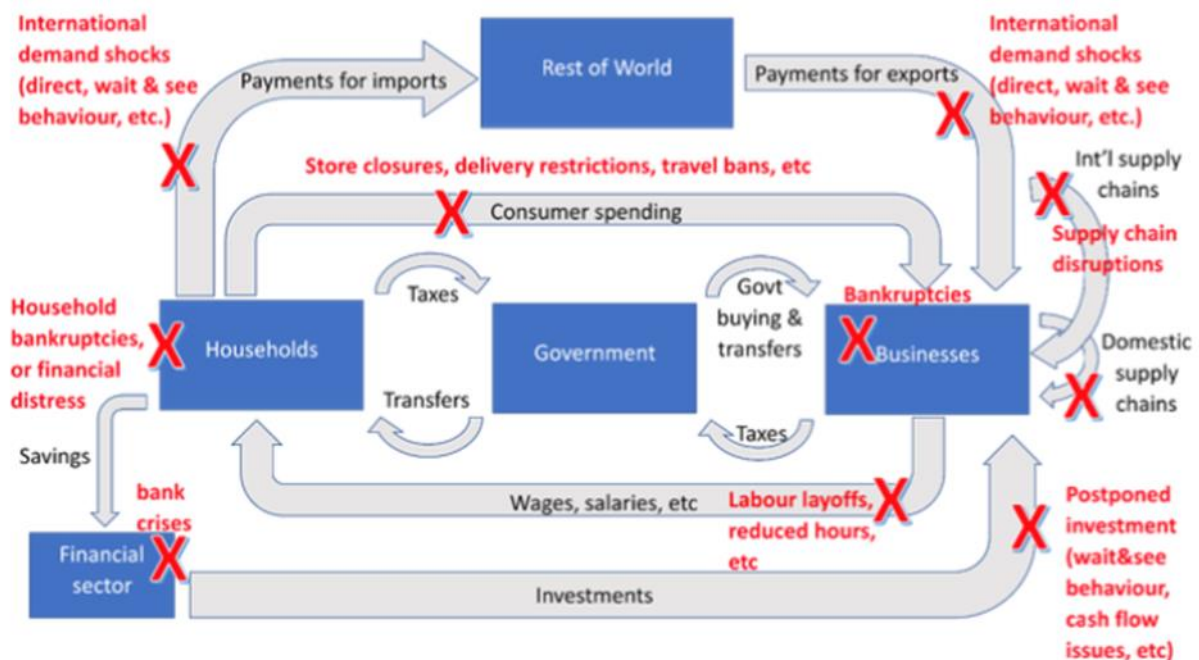


Abbildung 3: Auswirkungen des COVID-19 Schocks im Wirtschaftskreislauf (Baldwin, 2020b)

Aus technischer Sicht erschweren die Komplexität der Auswirkungen und die aktuelle Marktvolatilität die Erstellung von Vorhersagemodellen. Weiters muss bedacht werden, dass klassische lineare Modelle prädestiniert dafür sind, den Verlauf der Epikurve zu modellieren (siehe Abb. 1).

Der Ansatz dieses Papiers besteht daher darin, kurz vor Beginn der momentanen Volatilität erstellte Multiszenario-Prognosen zur Annäherung zu nutzen. Zwei Veröffentlichungen passen in dieses Raster: der Interim Economic Outlook der OECD und die Veröffentlichung von McKibbin und Fernando (2020). Beide Veröffentlichungen wurden am 2. März 2020 publiziert.

Die OECD (2020) berechnet zwei Szenarien auf der Grundlage ihres Modells: einen auf China begrenzten Ausbruch, der rückblickend als zu optimistisch

angesehen werden kann, und ein **Abwärtsszenario**, das von einem globalen **Dominoeffekt** ausgeht (siehe Abb. 4 und 5). Obwohl es sich um ein Worst-Case-Szenario handelt, ist aufgrund der Entwicklungen der letzten Wochen davon auszugehen, dass die Auswirkungen des COVID-19 Schocks dem Abwärtsszenario nahe sein werden. In diesem Szenario wurden eine Gesamtauswirkung von -1,5 % auf das globale BIP vorhergesagt.

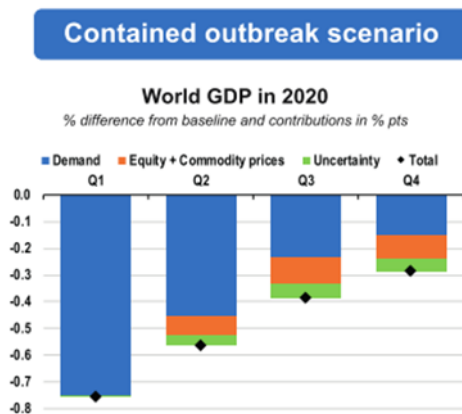


Abbildung 4:
Auswirkung auf das BIP 2020: -0,5%

- Angenommene Auswirkungen:
Inlandsnachfrage in China und Hongkong:
- 4% Rückgang im ersten Quartal
 - 2% Rückgang im zweiten Quartal

- Global:
- Rückgang der weltweiten Aktien- und Rohstoffpreise (exkl. Lebensmittel) um 10 % im ersten und zweiten Quartal
 - Anstieg der Investitionsrisikoprämien im ersten und zweiten Quartal um 10 Basispunkte

Quelle: OECD (2020)

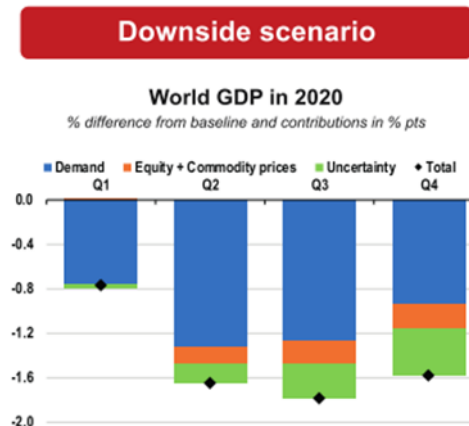


Abbildung 5:
Auswirkung auf das BIP 2020: -1,5%

- Angenommene Auswirkungen:
Inlandsnachfrage in China und Hongkong:
- 4% Rückgang im ersten Quartal
 - 2% Rückgang im zweiten Quartal
- Inlandsnachfrage in anderen asiatisch-pazifischen und nördlichen Hemisphären:
- 2% Inlandsnachfrage in Q2 und Q3

- Global:
- Rückgang der weltweiten Aktien- und Rohstoffpreise (exkl. Lebensmittel) um 20 % im Jahr 2020
 - 50 Basispunkte Anstieg der Investitionsrisikoprämien im Jahr 2020
 - Es wird davon ausgegangen, dass die Schocks bis 2021 allmählich zurückgehen

Quelle: OECD (2020)

McKibbin und Fernando (2020) berechnen sieben Szenarien (S1 – S7) mit zunehmend gravierenden Auswirkungen für 20 Länder und 4 Regionen. Das verwendete¹ g-cubed-Modell ist ein auf langfristige Wirkungsanalysen ausgelegtes Modell. In der Modellierung wurde von den Autoren 2015 als Basisjahr gewählt. Das Modell startet bereits auf Basis des Jahres 2017. Tabelle 1 zeigt ausgewählte

¹ Entwicklungen und Volatilität der letzten drei Jahre werden im Modell ignoriert.

Ergebnisse dieses Modells. Gezeigt werden für jedes Szenario und ausgewählte Land die angenommene Zahl der Todesfälle und die jeweiligen prozentualen Auswirkungen auf das BIP 2020. Die Szenarien S01, S02 und S03 in Abbildung 6 gehen davon aus, dass die epidemiologischen Ereignisse auf China beschränkt sind. Die **Szenarien S04, S05 und S06 sind die Pandemieszenarien**, in denen die epidemiologischen Schocks in allen Ländern in unterschiedlichem Maße auftreten. Szenario S07 hingegen modelliert den Fall, dass eine leichte Pandemie jedes Jahr wiederkehrt.

Basierend auf den Entwicklungen der letzten Wochen sind wir der Ansicht, dass ein etwas abgeschwächtes Szenario S04 eine vernünftige Arbeitsthese bietet. Unsere Annahme ist hier, dass Deutschland einen ähnlichen Ausbruch wie Italien erleben wird. Dieses Szenario S04 geht von einer ‚milden‘ globalen Pandemie mit einer Fallsterblichkeitsrate von 2% aus. Für Deutschland geht das Szenario von insgesamt 79.000 Todesfällen² aus, was laut Modell zu einem BIP-Rückgang von 2,2% führen würde.

Land/Region	Bevölkerung (Tausend)	Sterblichkeit im ersten Jahr (Tausende)						
		<i>BIP-Verlust im Jahr 2020 (Abweichung in % vom Ausgangswert)</i>						
		S01	S02	S03	S04	S05	S06	S07
China	1,397,029	279	3493	12573	2794	6985	12573	2794
		-0,4	-1,9	-6,0	-1,6	-3,6	-6,2	-2,2
Frankreich	64,457	-	-	-	60	149	268	60
		-0,2	-0,3	-0,3	-2,0	-4,6	-8,0	-1,5
Deutschland	81,708	-	-	-	79	198	357	79
		-0,2	-0,3	-0,5	-2,2	-5	-8,7	-1,7
Italien	59,504	-	-	-	59	147	265	59
		-0,2	-0,3	-0,4	-2,1	-4,8	-8,3	-2,2
Japan	127,975	-	-	-	127	317	570	127
		-0,3	-0,4	-0,5	-2,5	-5,7	-9,9	-2,0
Vereinigtes Königreich	65,397	-	-	-	64	161	290	64
		-0,2	-0,2	-0,3	-1,5	-3,5	-6,0	-1,2
USA	319,929	-	-	-	236	589	1060	236
		-0,1	-0,1	-0,2	-2,0	-4,8	-8,4	-1,5
Republik Korea	50,594	-	-	-	61	151	272	61
		-0,1	-0,2	-0,3	-1,4	-3,3	-5,8	-1,3

Tabelle 1: Ausgewählte Simulationsergebnisse von McKibbin & Fernando (2020). Die Tabelle zeigt die modellierte Zahl der Todesfälle im ersten Jahr der Pandemie und die damit verbundenen Auswirkungen auf das BIP 2020 kursiv.

² Es sei angemerkt, dass die Autoren hier mit aus unserer Sicht zu pessimistischen Sterblichkeitsraten rechnen. Zudem fehlt die Relation zur gewöhnlichen Sterblichkeit; 2017 sind in Deutschland 932.272 Menschen gestorben. Eigens 2,7 Mio. kalkulierte Covid-19-Todesfälle in China scheinen nach aktuellen Zahlen nicht realistisch.

Wie tiefgreifend der Schock sein wird, hängt von der Wirksamkeit der wirtschaftspolitischen Reaktion der Regierungen ab. Hier verspricht nur die Fiskalpolitik echte Hoffnung, da die Geldpolitik kaum genügend Spielraum haben wird, um entsprechende Zinssenkungen vorzunehmen (Forner & Wolf, 2020; Wilcox, 2020).

In diesem Zusammenhang sind wir der Ansicht, dass die derzeit praktizierten Maßnahmen, die sich unmittelbar auf die Realwirtschaft auswirken, sinnvolle politische Optionen sind: z.B. Aussetzung aller Darlehenszahlungen (Italien) oder die Gewährung von Notkreditlinien an Unternehmen (Deutschland).

Wilcox (2020) schlägt in diesem Kontext sogar vor, jedem Steuerzahler im Sozialversicherungssystem pauschal Geld zu überweisen, um den Konsumschock abzdämpfen. Eine Einschätzung der Wirksamkeit dieser Maßnahmen ist uns jedoch nicht möglich, da diese Politikinstrumente keine klassischen finanzpolitischen Instrumente sind und deshalb bisher nur in kleinen Maßstäben untersucht wurden.

Was inmitten des medizinischen Schocks fast zweitrangig zu werden scheint, ist der politisch induzierte historische Ölpreisschock vom 9. März 2020. Arezki & Fan (2020) gehen hierzu davon aus, dass die Kombination aus sinkender Nachfrage aufgrund von COVID-19 und dem Überangebot aufgrund der politischen Kalküle von Saudi-Arabien und Russland die ölexportierenden MENA-Länder wie ein "perfekter Sturm" treffen wird. Obwohl niedrigere Ölpreise klassischerweise ein Stimulus für die produzierende Industrie sind, erwarten wir auch disruptive Effekte für Ölexporture, insbesondere die preiseempfindliche US-Ölschieferindustrie.

Was die mittelfristigen Auswirkungen dieses Schocks sein werden und wie er im Kontext des COVID-19 Ausbruchs wirken wird, ist aus unserer Perspektive noch unklar. **Weiter ist ungewiss, wie sich die aktuellen Turbulenzen auf den Konjunkturzyklus auswirken werden.** Da Rezessionsängste im letzten Jahr ein wiederkehrendes Thema waren, ist eine sich anbahnende Rezession nicht unwahrscheinlich. Aber auch hier wird die unbekannte Wirksamkeit der bevorstehenden politischen Reaktionen die Wahrscheinlichkeit dieses Ergebnisses bestimmen.

Unsere Position zu den Kapitalmärkten ist, abgeleitet von den diskutierten Beiträgen, dass die Unsicherheit an den Kapitalmärkten in den kommenden Monaten nachlassen sollte. Ausgangspunkt wird hier sein, wenn offensichtlich wird, dass der medizinische Schock den Höhepunkt der Epikurve erreicht und die ersten Auswirkungen der Eindämmungspolitik bewertet werden können. Unserer Ansicht nach kann vernünftigerweise erwartet werden, dass sich die Preise an den Kapitalmärkten auf das Niveau des "realen" wirtschaftlichen Schadens erholen,

- da der Wechsel von der Unterschätzung zur Überschätzung des medizinischen Schocks (siehe Abbildung 1) nach dem Höhepunkt des Ausbruchs korrigiert wird und

- sich die negativ bepreiste ‚Unsicherheit‘ der wirtschaftlichen Auswirkungen im Laufe des Jahres ³ in besser bepreistes ‚Risiko‘ wandelt.

In Bezug auf die mittel- bis langfristigen Auswirkungen des COVID-19-Schocks folgen wir Carlsson-Szlezak, Reeves, & Swartz (2020) und halten eine V-förmige Erholung der Gesamtnachfrage am plausibelsten, da dies empirisch für jeden vorherigen nennenswerten medizinischen Schock galt. Was jedoch noch offen ist, ist die Auswirkung des medizinischen Schocks auf den aktuellen Gesamtkonjunkturzyklus.

Die Rezessionsbefürchtungen vor dem Ausbruch von COVID-19 könnten sich noch manifestieren. Falls dieses Szenario eintritt, glauben wir, dass eine leichte Rezession die vernünftige Erwartung wäre. Empirisch, wie Carlsson-Szlezak, Reeves, & Swartz (2020) betonen, sind zyklische Rezessionen milder im Vergleich zu Rezessionen, die durch politische Fehler oder Finanzkrisen verursacht werden. Dass die potenziell bevorstehende Rezession als zyklisch einzuordnen ist, erscheint uns vernünftig, selbst wenn sie von einem medizinischen Schock ausgelöst werden würde.

Notabene: Für die Kursentwicklung an den Aktien- und Zinsmärkten spielen neben den diesem Positionspapier zugrundeliegenden, volkswirtschaftlichen Betrachtungen ebenso komparative Betrachtungen der Vorteilhaftigkeit verschiedener Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Immobilien, Gold usw.) eine sehr große Rolle. Gerade im Hinblick auf kurzfristige Kapitalmarktentwicklungen ist ferner die technische Marktanalyse (Chartverläufe, Verkaufsmarken und Limiterreichungen, manifeste Kauf- und Verkaufsbereitschaft usw.) von großer Bedeutung. Im Moment regiert an den Märkten eher Panik, als ein kühler Kopf.

Bitte beachten Sie: Zusammenstellung und Interpretation mit eingeschränkten Ressourcen und in kurzer Zeit nach bestem Wissen und Gewissen, jedoch ohne unser Obligo. Keine Empfehlung.



Literaturverzeichnis

Arezki, R., & Fan, R. Y. (2020). *Oil price wars in a time of COVID-19*. <https://voxeu.org/article/oil-price-wars-time-covid-19>.

Baldwin, R. (2020a). It's not exponential: An economist's view of the epidemiological curve. <https://voxeu.org/article/it-s-not-exponential-economist-s-view-epidemiological-curve>.

Baldwin, R. (2020b). *Keeping the lights on: Economic medicine for a medical shock*. <https://voxeu.org/article/how-should-we-think-about-containing-covid-19-economic-crisis>.

³ Unter Bedingungen der Unsicherheit sind mögliche Ergebnisse bekannt, aber dazugehörigen Wahrscheinlichkeiten sind nicht. Unter Risikobedingungen sind sowohl die Ergebnisse als auch ihre Wahrscheinlichkeiten bekannt. Dies macht Prognosen sicherer und folglich "weniger riskant".

- Baldwin, R., & Mauro, B. W. (2020). Introduction. In R. Baldwin, & B. W. Mauro, *Economics in the Time of COVID-19*. Centre for Economic Policy Research (CEPR).
- Carlsson-Szlezak, P., Reeves, M., & Swartz, P. (2020). *What Coronavirus Could Mean for the Global Economy*. <https://hbr.org/2020/03/what-coronavirus-could-mean-for-the-global-economy>.
- Fornaro, L., & Wolf, M. (2020). Coronavirus and macroeconomic policy.
- McKibbin, W., & Fernando, R. (2020). Tackling the fallout from COVID-19. In R. B. Mauro, *Economics in the Time of COVID-19*. <https://www.brookings.edu/research/the-global-macroeconomic-impacts-of-covid-19-seven-scenarios/>.
- OECD. (2020). Coronavirus: the world economy at risk. OECD interim economic outlook.
- Reeves, M., Fæste, L., Chen, C., Carlsson-Szlezak, P., & Whitaker, K. (2020). How Chinese Companies Have Responded to Coronavirus. <https://hbr.org/2020/03/how-chinese-companies-have-responded-to-coronavirus>.
- Wang, J., Tang, K., Feng, K., & Lv, W. (2020). *High Temperature and High Humidity Reduce the Transmission of COVID-19*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3551767.
- Wilcox, D. (2020). *Designing an effective US policy response to coronavirus*. <https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/designing-effective-us-policy-response-coronavirus>.