

18. 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.

Beginnend mit dem 16. März 2020, wird dies Papier bis auf Weiteres etwa wöchentlich von uns fortgeschrieben. Neu hinzugefügte Stellen sind farblich markiert.

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).

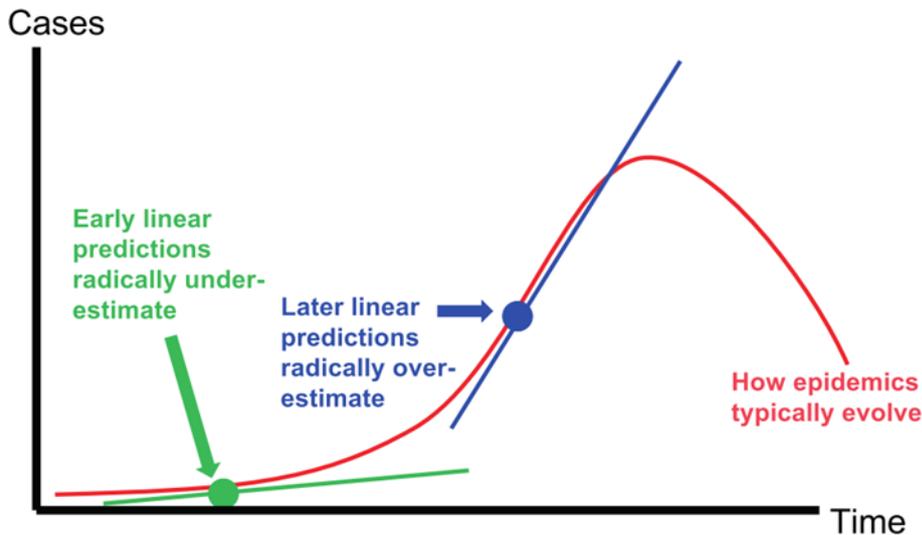


Abbildung 1: Das Problem mit linearen Erwartungen und der epidemischen Kurve (Baldwin & Mauro, 2020)

Dass der aktuelle COVID-19-Ausbruch dieser Epikurve folgt, ist als sehr wahrscheinlich einzuschätzen: Daten aus China (siehe Abb. 2) und Südkorea legen nahe, dass sich die Epidemie dort bereits in der Entschleunigung befindet (Baldwin, 2020a, siehe Abbildung 2). 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.

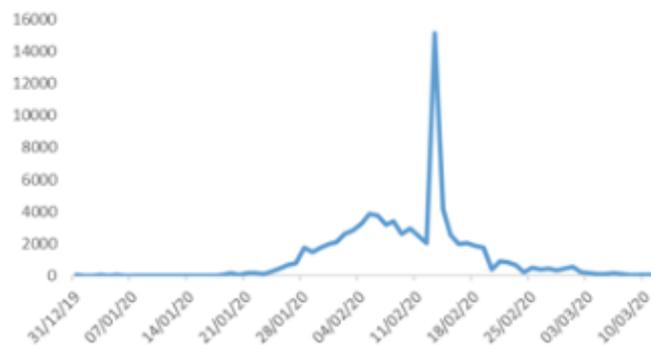


Abbildung 2: Tägliche neue Fälle in China (31.12.2019 – 11.-03.2020) (Baldwin, 2020a)

Diese Entwicklungen in China und Südkorea bedingen unsere Arbeitsthese, dass trotz des derzeitigen globalen Anstiegs neuer Fälle mit dem Ende des derzeitigen Ausbruchs innerhalb eines kurzfristigen Zeithorizonts zu rechnen ist. Die Annahme ist hier, dass der zurzeit praktizierte Ansatz sozialer Distanzierung bei allen kommenden Ausbrüchen wirksam angewandt wird.

Ein Sorgenkind sind jedoch zurzeit die USA, wo sich die Fallzahlen derzeit häufen und das Kapazitäten in Krankenhäusern voraussichtlich nicht ausreichen werden. Weiters können sich im privatisierten US-Gesundheitssystem, wo Behandlung an Wohlstand geknüpft ist, ganze Bevölkerungsschichten keine Sozialversicherung leisten. Dies könnte neben direkten ökonomischen Folgen auch soziale Unruhen mit sich bringen (Baldwin, 2020).

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

1. Wie wird der sich momentan entwickelnde Ausbruch in den USA verlaufen?
2. An wie vielen weiteren Standorten wird das COVID-19 ausbrechen und Eindämmungspolitik notwendig machen?
3. 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).

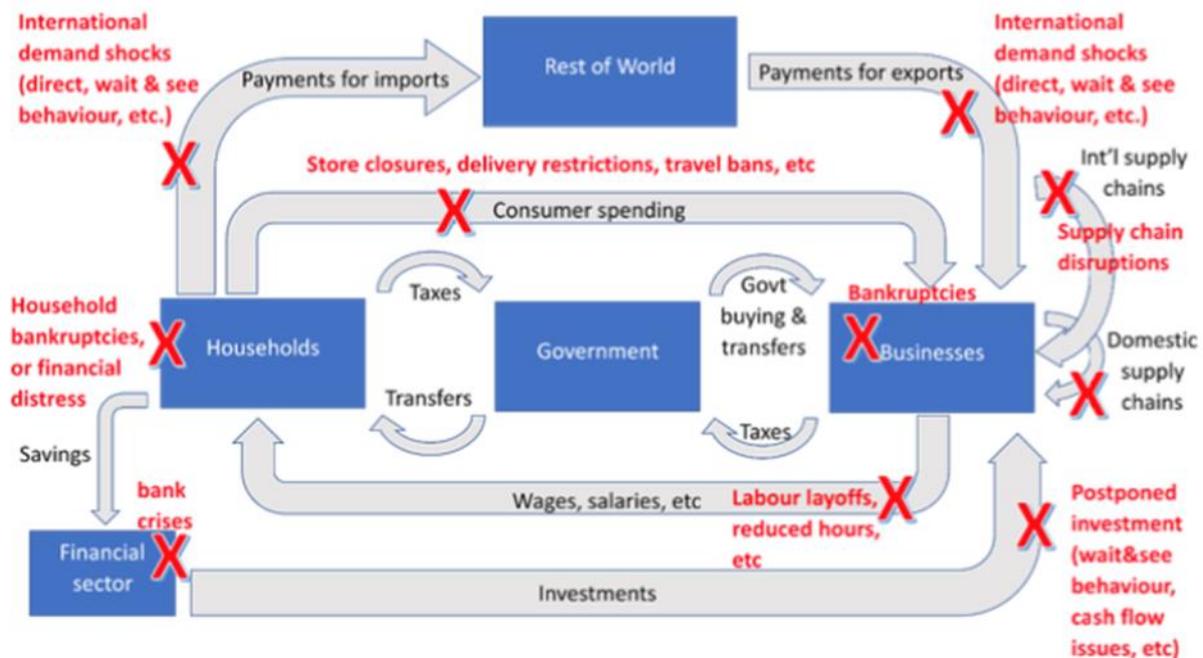


Abbildung 3: Auswirkungen des COVID-19 Schocks im Wirtschaftskreislauf (Baldwin, 2020b)

Aus technischer Sicht erschweren die Komplexität der Auswirkungen und die aktuelle Marktvolatilität die Erstellung von Vorhersagemodellen. Er hängt viel davon ab, was (vgl. Abb. 2) als Schock modelliert wird. 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) berechnete zwei Szenarien: einen auf China begrenzten Ausbruch und ein mittlerweile Realität gewordenes Abwärtsszenario, das von einem globalen Dominoeffekt ausgeht (siehe Abb. 4 und 5). Dieses Szenario zeigt eine deutliche Korrektur von -1,5 % von den ursprünglich 2,9 % Wachstum.

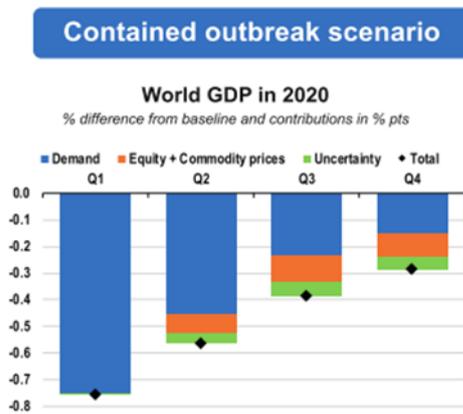


Abbildung 4:

Korrektur des Welt-Wachstums 2020: -0,5%
Basisszenario: 2,9 %

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)

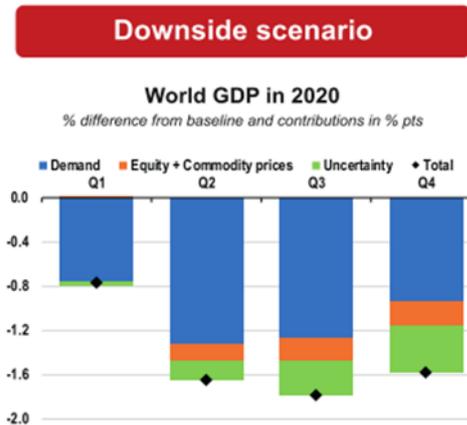


Abbildung 5:

Korrektur des Welt-Wachstums 2020: -1,5%
Basisszenario: 2,9 %

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 verwendete g-cubed-Modell¹ ist ein auf langfristige Wirkungsanalysen ausgelegtes Modell. In der Modellierung wurde von den Autoren 2015 als Basisjahr gewählt. Die Projektion startet bereits auf Basis des Jahres 2017. Tabelle 1 zeigt ausgewählte Ergebnisse dieses Modells. Gezeigt werden für jedes Szenario und ausgewählte Land

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

die angenommene Zahl der Todesfälle und die jeweiligen prozentualen Auswirkungen auf das BIP 2020. Die Szenarien S01-S03 in Abbildung 6 gehen noch 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 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 Rückgang des Basiswachstums 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

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.

Wie tiefgreifend der Schock sein wird, hängt von der Wirksamkeit der wirtschaftspolitischen Reaktion der Regierungen ab. Die Eindämmung des primären Angebotsschocks wird hauptsächlich von schnell wirkender Fiskalpolitik abhängen (Forner & Wolf, 2020; Wilcox, 2020). Wilcox (2020) schlägt in diesem Kontext sogar vor, jedem Steuerzahler im Sozialversicherungssystem pauschal Geld zu überweisen, um den Konsumschock abzdämpfen und die Resilienz von

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.

Haushalten mit geringem Einkommen zu unterstützen. Ein solches Instrument wird zurzeit auch im US-Senat diskutiert wird³.

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).

Da die klassische Geldpolitik kaum genügend Spielraum haben wird, um entsprechende Zinssenkungen vorzunehmen (Forner & Wolf, 2020; Wilcox, 2020), wird von Galí (2020) Helikoptergeld ernste Option diskutiert. Diese Notfallmaßnahme würde einen Präzedenzfall in der Geschichte moderner Geldpolitik darstellen, ist aber laut Galí (2020) und einer Gruppe besorgter Ökonomen (2020) als Notfallmaßnahme legitim.

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 hart treffen wird.

Obwohl niedrigere Ölpreise klassischerweise ein Stimulus für die produzierende Industrie sind, erwarten wir auch disruptive Effekte für Ölexporteure, insbesondere die 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. Möglich sind insbesondere nachhaltige Effekte auf den Markt der Hochzinsanleihen, aber auch anderer Anleihen nicht systemrelevanter Industrien.

Wie sich die aktuellen Turbulenzen auf den Konjunkturzyklus auswirken werden, ist zurzeit im Zentrum der Twitter-Debatten führender Ökonomen. Kernaussage dieser laufend aktuell geführten Debatten ist, dass die Politik schnellstmöglich alle zur Verfügung stehenden Mechanismen in Gang setzen sollte. Eine Rezession⁴ wird hier von Gourinchas (2020) als unabwendbar angesehen. Der Autor diskutiert hier nur noch, welche Politikmaßnahmen die ‚Rezessionskurve abflachen‘ können.⁵

Wie gravierend sich die Rezessionsbefürchtungen manifestieren hängt davon ab, wie das Finanzsystem dem Schock standhält. Hält es stand, halten wir es vernünftig anzunehmen, dass die potenziell bevorstehende Rezession als zyklisch einzustufen ist, selbst wenn sie von einem medizinischen Schock ausgelöst werden würde. Empirisch, wie Carlsson-Szlezak, Reeves, & Swartz (2020) betonen, waren zyklische ‚reale‘ Rezessionen milder im Vergleich zu Rezessionen, die durch politische Fehler oder Finanzkrisen verursacht wurden.

Das Szenario einer Finanzkrise als Sekundäreffekt ist momentan vor allem in den Entwicklungs- und Schwellenländern (inkl. China) ein ernstzunehmendes

³ Siehe https://www.economicsecurityproject.org/wp-content/uploads/2020/03/emp_policy.pdf

⁴ Man spricht von einer Rezession ab einem Negativwachstum in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen.

⁵ Es sei angemerkt, dass Gourinchas (2020) die Quarantänemaßnahmen als Primärschock modelliert. Die OECD (2020) starten hingegen bei einem Angebotsschock, McKibbin und Fernando (2020) den direkt an der Epidemie. Es ist unklar welcher Ansatz als ‚richtig‘ einzustufen ist.

Risiko. Kose, Nagle, Ohnsorge, & Sugawara (2020) weisen diesbezüglich darauf hin, dass die Verschuldungsquoten zugenommen und die Wachstumsquoten abgenommen haben. Es sei deshalb gut möglich, dass die aktuellen Turbulenzen die strapazierten Finanzsysteme dieser Länder zum kollabieren bringen können.

Ob ein solcher Kollaps auch zu einer Finanzkrise in den entwickelten Ländern führen würde hängt unserer Ansicht nach von zwei Unbekannten ab: Wirksamkeit der politischen Notfallmaßnahmen und Wirksamkeit der seit der Finanzkrise aufgebauten Eigenkapital- und Liquiditätspuffer in der realen Stresssituation.

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 in besser bepreistes ‚Risiko‘ wandelt ⁶.

In Bezug auf die mittel- bis langfristigen Auswirkungen des COVID-19-Schocks folgen wir Carlsson-Szlezak, Reeves, & Swartz (2020) und Gourinchas (2020) und halten eine V-förmige Erholung der Gesamtnachfrage am plausibelsten, da dies empirisch für jeden vorherigen nennenswerten vergleichbaren Schock galt. **Worin sich die beiden Beiträge bezüglich dieser V-förmigen Erholung unterscheiden, ist die Frage, ob die Erholung den durch die gesamtwirtschaftliche Vollbremsung entstandenen Schaden wiedergutmachen wird.** Entscheidend für diese Frage ist, ob ein Großteil der reduzierten Wirtschaftsaktivität nur verschoben oder ganz verloren ist.

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. Zurzeit 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.

 HINZEN PRIVATKONTOR

⁶ 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".

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. (2020). *The COVID-19 upheaval scenario: Inequality and pandemic make an explosive mix*. <https://voxeu.org/article/inequality-and-pandemic-make-explosive-mix>.
- 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>.
- 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.
- Galí, J. (2020). *Helicopter money: The time is now*. <https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now>.
- Gourinchas, P.-O. (2020). *Flattening the Pandemic and Recession Curves*. <https://twitter.com/pogourinchas/status/1238596558368706561?s=20>.
- Gruppe besorgter Ökonomen. (2020). *The European Union and democracy must deliver*. <https://voxeu.org/article/european-union-and-democracy-must-deliver>.
- Kose, M. A., Nagle, P., Ohnsorge, F., & Sugawara, N. (2020). *Debt and financial crises: Will history repeat itself?* <https://voxeu.org/article/debt-and-financial-crises-will-history-repeat-itself>.
- 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>.
- Streek, H. (2020). In P.-P. Schmitt, *Wir haben neue Symptome entdeckt*. <https://www.faz.net/aktuell/gesellschaft/gesundheit/coronavirus/virologe-hendrik-streck-ueber-corona-neue-symptome-entdeckt-16681450-p2.html>.
- 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.piiie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/designing-effective-us-policy-response-coronavirus>.