DIW Wochenbericht

20 2020

Wirtschaft. Politik. Wissenschaft. Seit 1928

DIW BERLIN

347 Bericht von Stephanie Ettmeier, Chi Hyun Kim und Alexander Kriwoluzky

Finanzmärkte erwarten langanhaltende wirtschaftliche Auswirkungen der Corona-Pandemie in Europa

- Renditen von Unternehmensanleihen spiegeln Erwartungen der Finanzmärkte zu Corona-Folgen
- Finanzmärkte rechnen mit langanhaltenden Auswirkungen von mindestens fünf Jahren
- Nur großangelegte und europäische Interventionen wirken

355 Interview mit Chi Hyun Kim

356 Kommentar von Tomaso Duso

Wir brauchen eine europäische Lösung für den Flugverkehr

Die Einzelhandelsumsätze

Umsatzwerte des Einzelhandels

in Mrd. RM

Zeit	Nahrungs- und Genußmittel	Bekleidung	Hausrat und Möbel	Kultur- und Luxusbedarf	Zusammen
1929					
1. Vierteljahr	4,0	2,1	1,0	0,6	7,7
2. Vierteljahr	3,9	2,5	1,1	0,7	8,2
1. Halbjahr insg. . .	7,9	4,6	2,1	1,3	15,9
1930					
1. Vierteljahr	3,7	1,9	1,0	0,5	7,1
2. Vierteljahr	3,8	2,4	1,1	0,6	7,9
1. Halbjahr insg. . .	7,5	4,3	2,1	1,1	15,0

Bei den Zahlen dieser Übersicht handelt es sich nur um annäherungsweise Schätzungen.

© DIW Berlin 1930

Der Wert der Einzelhandelsumsätze war im zweiten Vierteljahr 1930 um rd. 4 vH., im ganzen ersten Halbjahr um rd. 5 vH. geringer als in der gleichen Zeit des Vorjahrs. Verhältnismäßig stark war der Rückgang bei Kultur- und Luxusbedarfsartikeln, bei Warengruppen also, die in erster Linie Güter des elastischen Bedarfs umfassen. Im Einzelhandel mit Bekleidung blieben die Umsätze im ersten Halbjahr gegenüber den Vorjahren um rd. 5 vH. zurück, obwohl das außerordentlich warme Wetter im Juni die Verkaufstätigkeit auf Teilgebieten begünstigt hat. Von dem Rückgang wurden bei Großstücken vor allem die Umsätze in Herrenkonfektion betroffen, und zwar fast gleichmäßig in Warenhäusern und in Spezialgeschäften; bei Kleinstücken gingen die Umsätze in Baumwollwaren und Trikotagen besonders stark zurück.

Die Umsätze in Nahrungs- und Genußmitteln, die meist von Konjunkturschwankungen weniger berührt werden, sind in den letzten Monaten von dem allgemeinen Rückgang der Umsatzwerte ebenfalls erfaßt worden. Nicht einmal die Wochenumsätze je Mitglied bei den Konsumvereinen, die an sich eine starke strukturelle Aufwärtsbewegung haben, konnten die Vorjahrshöhe behaupten. Nur bei Hausrat und Möbeln blieben die Umsätze auch wertmäßig ungefähr gleich groß wie im Jahr 1929.

Aus dem Wochenbericht Nr. 20 vom 13. August 1930.

IMPRESSUM

DIW BERLIN

DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e. V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
www.diw.de
Telefon: +49 30 897 89–0 Fax: –200
87. Jahrgang 13. Mai 2020

Herausgeberinnen und Herausgeber
Prof. Dr. Pio Baake; Prof. Dr. Tomaso Duso; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan; Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander S. Kritikos; Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Dr. Stefan Liebig; Prof. Dr. Lukas Menkhoff; Dr. Claus Michelsen; Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.; Prof. Dr. Carsten Schröder; Prof. Dr. C. Katharina Spieß; Dr. Katharina Wrohlich

Chefredaktion
Dr. Gritje Hartmann; Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat
Dr. Marius Clemens

Redaktion
Dr. Franziska Bremus; Rebecca Buhner; Claudia Cohnen-Beck; Dr. Anna Hammerschmid; Petra Jasper; Sebastian Kollmann; Bastian Tittor; Sandra Tubik; Dr. Alexander Zerrahn

Vertrieb
DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Telefon: +49 1806 14 00 50 25 (20 Cent pro Anruf)

Gestaltung
Roman Wilhelm, DIW Berlin

Umschlagmotiv
© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz
Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Druck
USE gGmbH, Berlin

ISSN 0012-1304; ISSN 1860-8787 (online)
Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe und unter Zusendung eines Belegexemplars an den Kundenservice des DIW Berlin zulässig (kundenservice@diw.de).

Abonnieren Sie auch unseren DIW- und/oder Wochenbericht-Newsletter unter **www.diw.de/newsletter**

DIW Wochenbericht 20 2020

AUF EINEN BLICK

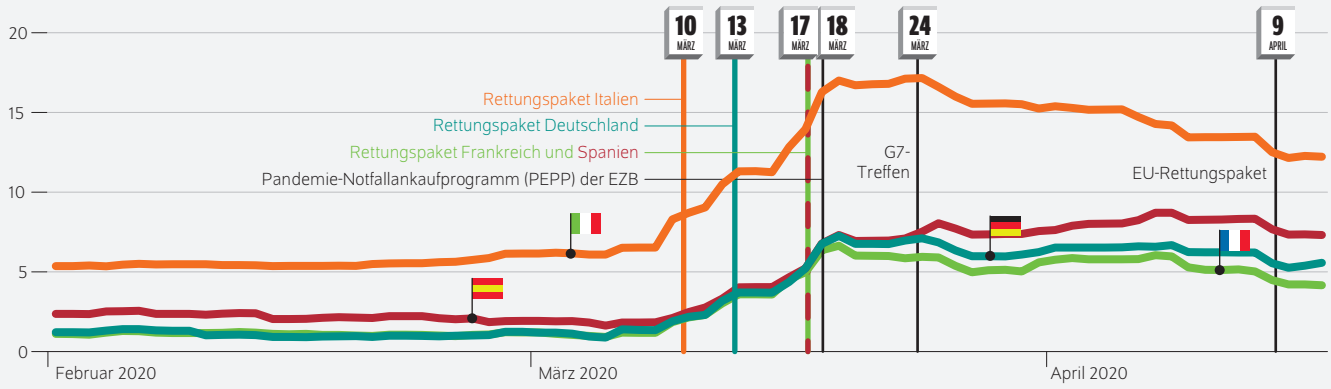
Finanzmärkte erwarten langanhaltende wirtschaftliche Auswirkungen der Corona-Pandemie in Europa

Von Stephanie Ettmeier, Chi Hyun Kim und Alexander Kriwoluzky

- Renditen von europäischen Unternehmensanleihen spiegeln Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer über wirtschaftliche Folgen der Corona-Pandemie
- Renditeanstieg bei langen Restlaufzeiten deutet darauf hin, dass Finanzmärkte mit langanhaltenden Auswirkungen von mindestens fünf Jahren rechnen
- Unternehmensanleihen des Bankensektors zeigen (noch) ähnliche Reaktionen wie der realwirtschaftliche Sektor
- Wirtschaftspolitische Interventionen wirken nur, wenn sie groß angelegt und auf europäischer Ebene koordiniert sind
- Weitere geld- und fiskalpolitische Maßnahmen sollten aufeinander abgestimmt werden, um nachhaltigere Wirkung zu erzielen

Die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der einzelnen Länder haben die Anleiherenditen weniger beruhigt als die international koordinierten Ankündigungen der G7, der EZB und der EU

Renditen von Anleihen nicht-finanzieller Unternehmen mit fünf Jahren Restlaufzeit in Prozent



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© 2020 DIW Berlin

ZITAT

„Europas Wirtschaft wird langfristig mit den Folgen der Corona-Pandemie zu kämpfen haben. Ein koordiniertes Vorgehen von Geld- und Fiskalpolitik auf europäischer Ebene ist unerlässlich, um der zu erwartenden Rezession entgegenzutreten."
— Chi Hyun Kim —

MEDIATHEK

Audio-Interview mit Chi Hyun Kim
www.diw.de/mediathek

Finanzmärkte erwarten langanhaltende wirtschaftliche Auswirkungen der Corona-Pandemie in Europa

Von Stephanie Ettmeier, Chi Hyun Kim und Alexander Kriwoluzky

ABSTRACT

Dass die Corona-Pandemie schwerwiegende Folgen für die europäische Wirtschaft haben wird, darüber sind sich Marktteilnehmer weitgehend einig. Schwierig ist jedoch vorherzusagen, wie lange diese Auswirkungen wirtschaftlich zu spüren sein werden. Die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer lassen sich an den Zinsstrukturkurven für Unternehmensanleihen ablesen, da sich in den Renditen die Risikoerwartungen über verschiedene Laufzeiten niederschlagen. Dazu werden zunächst die Zinsstrukturkurven von Unternehmensanleihen aus Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien geschätzt und mit dem Verlauf der Pandemie in Verbindung gebracht. Hier zeigt sich, dass auch die Renditen von Anleihen mit langen Restlaufzeiten steigen. Die Finanzmärkte erwarten also offensichtlich negative Auswirkungen von mindestens fünf Jahren. Mithilfe einer Ereignisstudie wird schließlich untersucht, wie sich die europäischen fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen ausgewirkt haben. Die Ergebnisse legen nahe, dass die Maßnahmen dann erfolgreich sind, wenn sie umfangreich und auf europäischer Ebene koordiniert sind. Zudem zeigt sich, dass Finanz- und Geldpolitik gemeinsam agieren müssen, um die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie wirkungsvoll zu bekämpfen.

Eines ist sicher: Die andauernde Covid-19-Pandemie in Europa ist schwerwiegend und verbreitet wirtschaftliche Unsicherheit. Politik, Wirtschaft und Wissenschaft haben die Bedrohung für das Wirtschaftssystem gleichermaßen verstanden und arbeiten gemeinsam an geeigneten Strategien und politischen Maßnahmen, um dem Abschwung entgegenzuwirken. Die Geldpolitik ist hier ebenso gefragt wie die Finanzpolitik. Sowohl die EZB als auch die EU, die G7 und die einzelnen Staaten haben weitreichende Unterstützungsmaßnahmen auf den Weg gebracht. Ob diese auch tatsächlich effektiv sind, lässt sich erst in einiger Zeit zuverlässig aussagen. Da die Wirksamkeit wirtschaftspolitischer Maßnahmen entscheidend von den Erwartungen der Marktteilnehmer abhängt, ist es erforderlich, diese konstant zu evaluieren. Anhand der Zinsstrukturkurven für Unternehmensanleihen aus den vier Ländern des Euroraums mit der größten Wirtschaftskraft (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien) soll im Folgenden untersucht werden, wie sich die Erwartungen der Marktteilnehmer im Laufe der Covid-19-Pandemie verändern und welche wirtschaftspolitischen Maßnahmen, beziehungsweise deren Ankündigung, Effekte auf die Risikobewertung der Unternehmensanleihen in verschiedenen Laufzeiten haben.

Zinsstrukturkurven bilden die Erwartungen der Marktteilnehmer ab

Untersucht wird eine große Stichprobe von nicht-finanziellen und finanziellen Unternehmensanleihen unterschiedlicher Laufzeiten aus Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien, die zwischen dem 01. Januar und dem 17. April 2020 aktiv gehandelt wurden. Angewendet wird dabei eine Methode, die erlaubt, für mehrere und unterschiedliche Anleihen die Renditeerwartungen (Zinsstrukturkurven) zu schätzen (Kasten).[1] Damit kann erstens veranschaulicht werden, wie sich die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer in Hinblick auf die Pandemie kurz- und langfristig unterscheiden. Zweitens erlaubt die Unterscheidung von nicht-finanziellen und finanziellen Unternehmensanleihen eine differenzierte Aussage

1 J. Huston McCulloch (1971): Measuring the term structure of interest rates. The Journal of Business, 44 (1), 19–31; J. Huston McCulloch (1975): The tax-adjusted yield curve. The Journal of Finance, 30 (3), 811–830.

DOI: https://doi.org/10.18723/diw_wb:2020-20-1

Kasten

Bedeutung und Schätzung von Zinsstrukturkurven

Bedeutung

Investoren halten riskante Finanzanlagen nur, wenn sie dafür mit einer angemessenen Rendite entschädigt werden. Je höher also das Risiko, desto höher ist die Rendite. Die Rendite einer Unternehmensanleihe wird von vielen weiteren Faktoren bestimmt. Einerseits beeinflussen anleihenspezifische Faktoren die Rendite, beispielsweise die Laufzeit der Anleihe (je länger, desto höher die Rendite), das Liquiditätsrisiko (je mehr die Anleihe gehandelt wird, desto niedriger die Rendite) und das Ausfallrisiko des Emittenten (je höher, desto höher die Rendite). Andererseits hängt die Rendite auch von der allgemeinen Wirtschaftslage ab. In einer Situation hoher wirtschaftlicher Unsicherheit fordern Investoren eine höhere Entschädigung für das Halten risikoreicher Vermögenswerte.

Eine Zinsstrukturkurve visualisiert die Rendite einer Anleihe für ihre Restlaufzeit. Daher erlaubt die Form einer Zinsstrukturkurve Rückschlüsse auf die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer über die Entwicklung der Anleihe. Die Schätzung von Zinsstrukturkurven für viele verschiedene Anleihen, wie in dieser Studie, ermöglicht daher, die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer über die wirtschaftlichen Bedingungen im Allgemeinen abzuleiten. Die Betrachtung der verschiedenen Laufzeiten lässt wiederum Rückschlüsse darauf zu, wie lange die Finanzmarktteilnehmer mit den negativen wirtschaftlichen Folgen der Covid-19-Pandemie rechnen.

Schätzmethode

Im Allgemeinen kann eine Anleihepreisformel vereinfacht werden zu

$$P = \frac{CF}{(1+i)^n}$$

wobei P den Preis der Anleihe bezeichnet, CF für die Cashflows der Anleihe bis zur Fälligkeit n steht und $(1+i)^n$ den Diskontsatz bezeichnet. Bei der Schätzung einer Zinsstrukturkurve ist man daran interessiert, den Nenner dieser Formel für unterschiedliche Restlaufzeiten zu schätzen. In dieser Studie wird eine nicht-parametrische Schätzung verwendet, wie sie von McCulloch (1971, 1975) vorgeschlagen und kürzlich von Bayer et al. (2018) angewendet wurde.[1] Die Methode modelliert den Nenner mit stückweise kubischen Polynomen, die an vorgegebenen Knotenpunkten verbunden sind. Der Vorteil dieses Ansatzes liegt in seiner Flexibilität und in seinem Potential, die Erwartungen bei unterschiedlichen Restlaufzeiten genau zu messen. Für jede Anleihe enthält unser Datensatz Tagesendkurse, Kuponsätze, Kuponzahlungstermine und Fälligkeitstermine.

1 Für eine detaillierte Darstellung der angewendeten Methode siehe Christian Bayer, Chi Hyun Kim und Alexander Kriwoluzky (2018): The term structure of redenomination risk. DIW Discussion Papers Nr. 1740 (online verfügbar, abgerufen am 27. April 2020).

über Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer hinsichtlich verschiedener Sektoren, also ob sie andere Erwartungen für den Bankensektor als den realwirtschaftlichen Sektor haben.

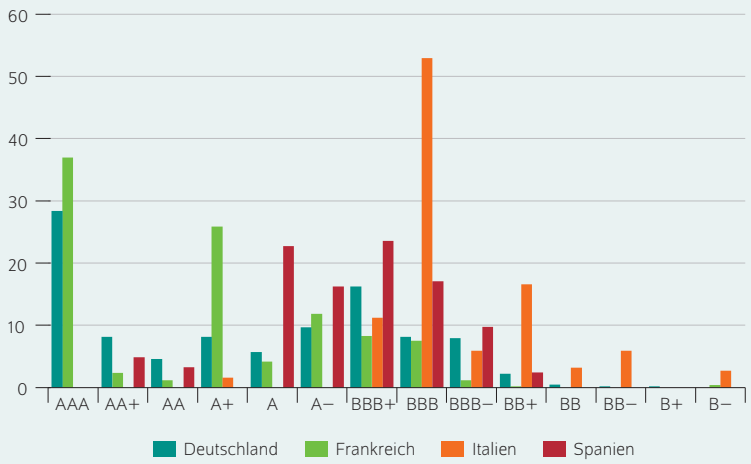
Auf Basis dieser Ergebnisse wird in einem letzten Schritt eine Ereignisstudie durchgeführt, um die Entwicklung der Zinsstrukturkurven während der Pandemie in Beziehung zu den wichtigsten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen zu setzen, die bisher auf europäischer und nationaler Ebene angekündigt oder ergriffen wurden.

Unsere Stichprobe von Unternehmensanleihen ist groß und kann als repräsentativ für den Euroraum angesehen werden. Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien machen 80 Prozent der Bevölkerung, der Wirtschaftstätigkeit und der Finanzmärkte des Euroraums aus. In jedem Land übertrifft die Zahl der finanziellen Unternehmensanleihen die Zahl der nicht-finanziellen Unternehmensanleihen (Tabelle 1). Darüber hinaus sind die Kreditratings der Anleihen besonders interessant, da sie sich von Land zu Land unterscheiden (Abbildung 1).[2] Während die Unternehmensanleihen von Deutschland und Frankreich hauptsächlich als risikoarm eingestuft werden, erhalten italienische

2 Das Rating einer Unternehmensanleihe wird zum Zeitpunkt der Emission festgelegt. Nur 3,6 Prozent der Anleihen in der vorliegenden Stichprobe wurden zwischen Januar und April 2020 emittiert.

Abbildung 1

Ratings der untersuchten Anleihen nach Ländern
In Prozent pro Land



Anmerkung: Das Rating folgt der Klassifizierung von Standard & Poor's: AAA ist das beste Rating (sehr sicher), B– das schlechteste (hochspekulativ). C– und D– Ratings gelten als stark ausfallgefährdet.

Quelle: Bloomberg.

© DIW Berlin 2020

Spanische und italienische Anleihen haben in der Regel ein deutlich schlechteres Rating als Anleihen französischer und deutscher Unternehmen.

Tabelle 1

Untersuchte Unternehmensanleihen
Absolute Zahl

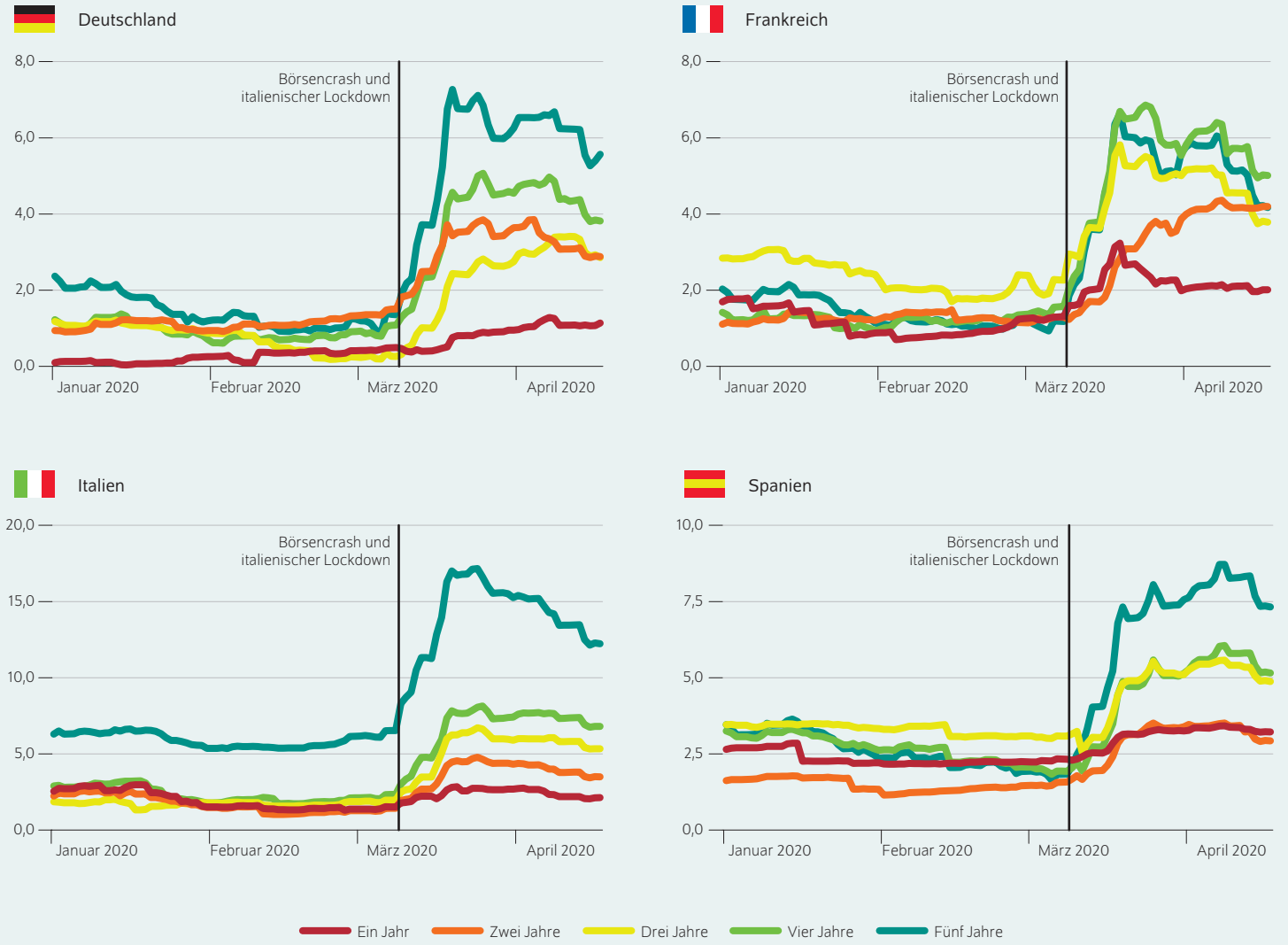
	Deutschland	Frankreich	Italien	Spanien
Nicht-finanzielle Unternehmen				
Anleihen	229	172	89	53
Unternehmen	35	47	21	20
Unternehmen des Finanzsektors				
Anleihen	1098	670	197	107
Unternehmen	46	53	28	11

Quelle: Bloomberg.

© DIW Berlin 2020

Abbildung 2

Zinsstrukturkurven von Anleihen nicht-finanzieller Unternehmen
Renditen nach Restlaufzeit in Prozent



Anmerkung: Die schwarze vertikale Linie stellt den weltweiten Börsencrash und den italienischen Lockdown am 9. März 2020 dar.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2020

Dass die Renditen von Anleihen mit fünf Jahren Restlaufzeit besonders stark steigen, deutet darauf hin, dass Marktteilnehmer langfristige Folgen der Corona-Krise erwarten.

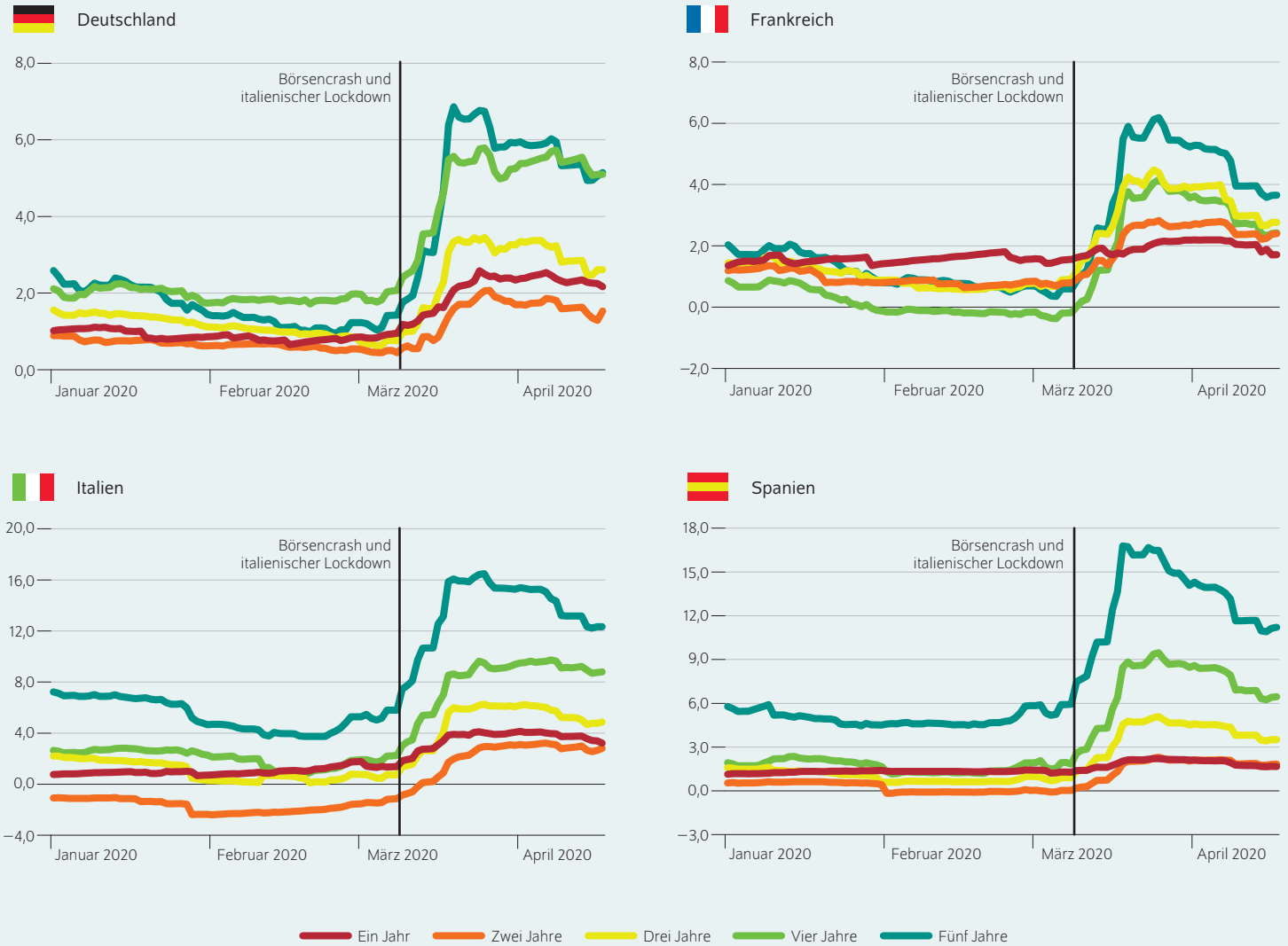
und spanische Unternehmensanleihen im Durchschnitt niedrigere Ratings.

Marktteilnehmer erwarten langanhaltende negative wirtschaftliche Folgen von Covid-19

Das Risiko, dem sich nicht-finanzielle Unternehmen aller vier Länder ausgesetzt sehen, steigt ab Anfang März 2020 plötzlich extrem an, als sich abzeichnet, dass das Corona-Virus in Europa angekommen ist. Die Marktteilnehmer erwarten demnach, dass europäische Unternehmen die Folgen der Virusausbreitung deutlich zu spüren bekommen werden. Entsprechend steigen die Renditen der entsprechenden Anleihen (Abbildung 2). Am 9. März, als weltweit die Börsenkurse einbrechen und Italien Ein- und Ausreisesperren über das gesamte Land verhängt, beschleunigt sich der Anstieg der Renditen (schwarze vertikale Linie). In Italien, das zunächst auch von der Pandemie am stärksten betroffen ist, verdreifachen sich die Fünfjahresrenditen in den folgenden Tagen. Darüber hinaus scheint die Pandemie alle Anleihelaufzeiten zu beeinflussen, vor allem auf lange Sicht: Seit Mitte März nehmen die Fünfjahreslaufzeiten aller Länder drastisch zu. Die Marktteilnehmer erwarten offensichtlich, dass die negativen wirtschaftlichen Folgen der Pandemie noch von langer Dauer sein dürften. Dies betrifft alle Sektoren gleichermaßen; auch bei den Finanzunternehmen

Abbildung 3

Zinsstrukturkurven von Anleihen des Finanzsektors
Renditen nach Restlaufzeit in Prozent



Anmerkung: Die schwarze vertikale Linie stellt den weltweiten Börsencrash und den italienischen Lockdown am 9. März 2020 dar.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2020

Die Renditen von Anleihen des Finanzsektors reagieren vergleichbar wie die Anleihen der Realwirtschaft. Nur in Spanien reagieren die Anleiherenditen des Finanzsektors heftiger.

Tabelle 2

Wichtige geld- und fiskalpolitische Ankündigungen zwischen März und April 2020
Stand: 17. April 2020

10. März 2020	Ankündigung eines Rettungspakets in Italien	25 Milliarden Euro für Konjunkturmaßnahmen. Die Maßnahmen umfassen hauptsächlich Bürgschaften für kleine und mittlere Unternehmen, Entschädigungen für Unternehmen und Hilfe für Beschäftigte, die von vorübergehenden Entlassungen betroffen sind.
13. März 2020	Ankündigung eines Rettungspakets in Deutschland	Unbegrenzte Liquidität für Unternehmen, Garantien für Bankkredite; Höhe: 550 Milliarden Euro
17. März 2020	Ankündigung eines Rettungspakets in Spanien	Gesamtbetrag 200 Milliarden Euro, hauptsächlich staatlich gesicherte Bürgschaften für Unternehmen, Darlehen und Finanzhilfen für Haushalte.
17. März 2020	Ankündigung eines Rettungspakets in Frankreich	Steuererleichterungen, direkte staatliche Zahlungen für Unternehmen in Höhe von 45 Milliarden Euro; 300 Milliarden Euro Darlehen.
18. März 2020	EZB kündigt Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) an	Zeitlich befristetes Programm zum Erwerb von Wertpapieren des privaten und öffentlichen Sektors in Höhe von 750 Milliarden Euro. Die Käufe werden bis Ende 2020 durchgeführt.
24. März 2020	G7-Treffen der FinanzministerInnen und Notenbank-gouverneurInnen	Versprechen, sich zu koordinieren und alles zu tun, was nötig ist, um die Folgen der Corona-Pandemie einzudämmen.
9. April 2020	EU-FinanzministerInnen kündigen europäisches Rettungspaket an	Gesamtbetrag 540 Milliarden Euro; Garantien der Europäischen Investitionsbank und des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM); Projekt für nationale Kurzarbeitsprogramme der Europäischen Kommission.

Quelle: Eigene Darstellung.

© DIW Berlin 2020

steigen die Renditen in ähnlichem Ausmaß (Abbildung 3). Das deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer offensichtlich nicht davon ausgehen, dass der Finanzsektor stärker als realwirtschaftliche Unternehmen betroffen sein wird – zumindest noch nicht. Nur Spanien bildet eine Ausnahme, wo die Renditen des Finanzsektors viel stärker steigen als die Renditen des nicht-finanziellen Sektors

Fiskal- und geldpolitische Interventionen wirken nur teilweise

Stellt sich nun die Frage, welche Wirkung die wegen der Corona-Pandemie angekündigten oder ergriffenen fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen im Euroraum auf die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer haben. Dazu wird in einem nächsten Schritt eine Ereignisstudie durchgeführt. Da insbesondere die Zinsstrukturkurven mit längeren Laufzeiten ab März in Europa einen drastischen Anstieg erfahren haben, werden im Folgenden ausschließlich Zinsstrukturkurven mit fünfjähriger Restlaufzeit analysiert.

Zu den betrachteten geldpolitischen Maßnahmen zählt das Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), das am späten Abend des 18. März 2020 von der Europäischen Zentralbank (EZB) angekündigt wird. Mit diesem Programm will die EZB den temporären Ankauf von Wertpapieren um 30 Prozent erhöhen. Was die finanzpolitischen Maßnahmen betrifft, so wird für jedes Land das erste große Rettungspaket berücksichtigt (Tabelle 2): Italien kündigt sein Hilfspaket (25 Milliarden Euro) am 10. März an, Deutschland seine „Bazooka“ (550 Milliarden Euro) am 13. März, Frankreich (45 Milliarden Euro Direktzahlungen, 300 Milliarden Euro Kreditgarantie) und Spanien (200 Milliarden Euro) folgen am 17. März. Hinzu kommen das G7-Treffen der FinanzministerInnen und NotenbankgouverneurInnen am 24. März und das von den EU-FinanzministerInnen am 9. April in Paris angekündigte Rettungspaket (540 Milliarden Euro).[3]

Als die EZB am 18. März das Anleihenotkaufprogramm PEPP verkündet, fallen tatsächlich die Fünfjahresrenditen der betrachteten Unternehmensanleihen – und zwar in allen vier Ländern und sowohl im Finanzsektor als auch bei nicht-finanziellen Unternehmen in vergleichbarer Größe (Abbildung 4). Das heißt, die Intervention der Geldpolitik hat gewirkt.

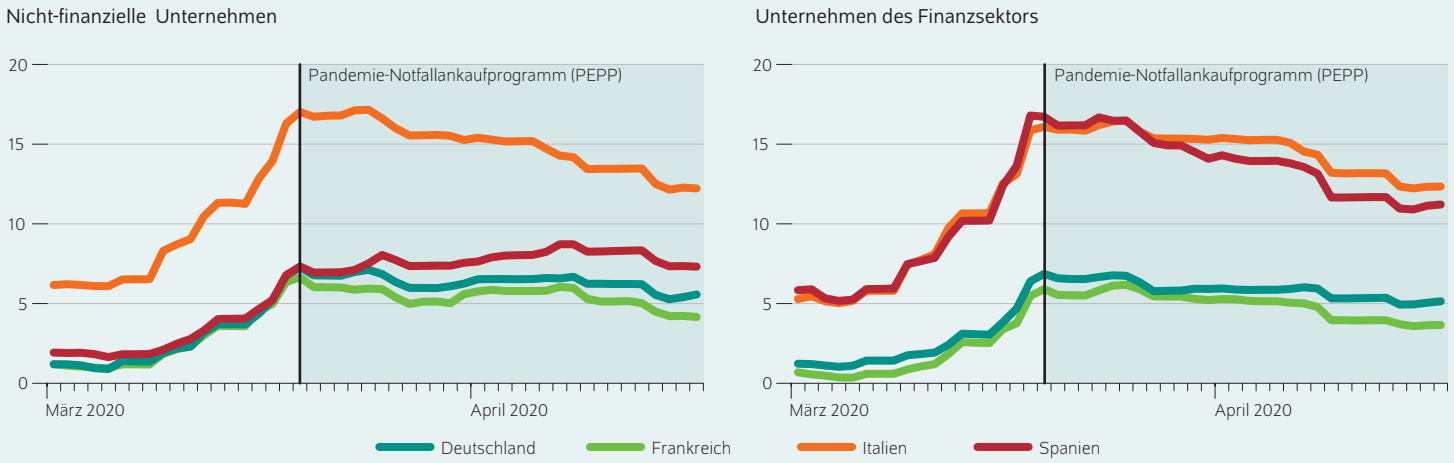
Betrachtet man nun, wie sich die Fünfjahresrenditen bei den finanzpolitischen Interventionen der einzelnen Staaten entwickeln, zeigt sich ein anderes Bild. Weder im Finanz- noch im Nicht-Finanzsektor zeigen die Renditen der Unternehmensanleihen zum Zeitpunkt der nationalen finanzpolitischen Maßnahmen eine Reaktion, sie steigen also weiter an (Abbildung 5). Eine Ausnahme stellt Deutschland dar, wo die Ankündigung der „Bazooka“ am 13. März die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer über die negativen wirtschaftlichen Folgen der Pandemie vorübergehend stabilisiert. Interessanterweise scheint das deutsche Rettungspaket auch die Renditen in Frankreich, Italien und Spanien vorübergehend zu stabilisieren.

3 In der Ökonomik ist weithin anerkannt, dass bereits die Ankündigung einer wirtschaftspolitischen Maßnahme und nicht erst deren Umsetzung die Erwartungen der Wirtschaftsakteure und damit ihr Verhalten beeinflusst. Aus diesem Grund ist es wichtig, bei einer Ereignisstudie das Datum der jeweiligen Ankündigung der geld- oder fiskalpolitischen Maßnahmen zu berücksichtigen. Da in der Studie die Tagesendkurse von Unternehmensanleihen verwendet werden, wird wie folgt vorgegangen. Für den Fall, dass die Ankündigung der politischen Maßnahme innerhalb der Öffnungszeiten der Aktienmärkte liegt, wird das Ereignis am Tag der Ankündigung mit einbezogen (zum Beispiel das deutsche Rettungspaket am 13. März). Für den Fall, dass die Ankündigung spät abends oder am Wochenende erfolgte, wird das Ereignis am nächsten Eröffnungstag der Börse mit einbezogen. So wurde beispielsweise das PEPP am späten Abend des 18. März angekündigt, so dass die Auswirkungen auf den Aktienmarkt erst am 19. März sichtbar werden konnten.

Abbildung 4

Geldpolitische Intervention der EZB

Renditen von Anleihen nicht-finanzieller Unternehmen sowie des Finanzsektors mit fünf Jahren Restlaufzeit in Prozent



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

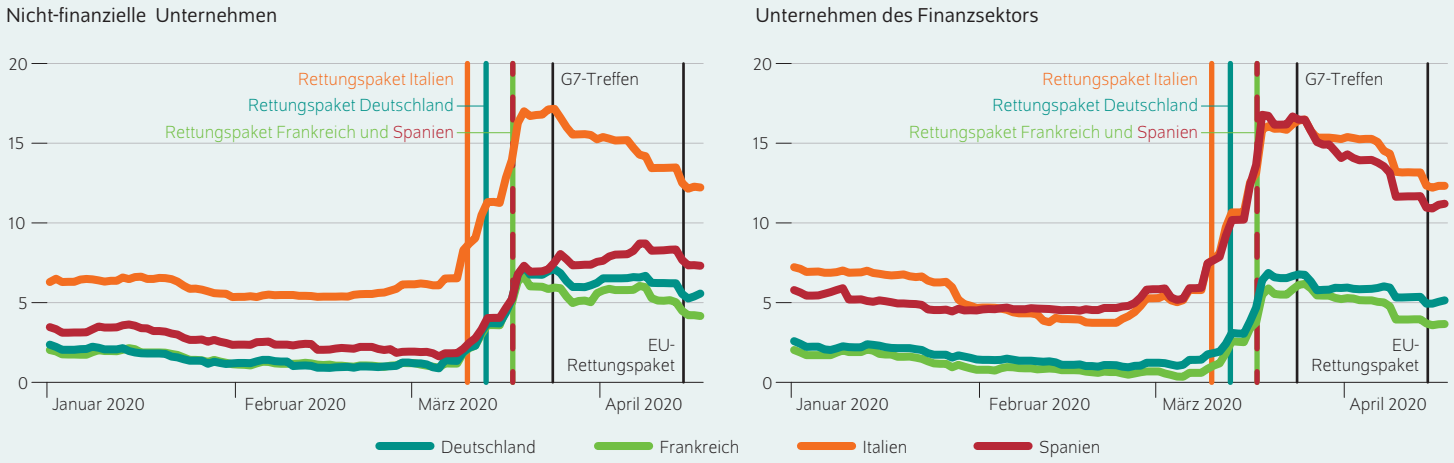
© DIW Berlin 2020

Das Notfallankaufprogramm der Europäischen Zentralbank hat die Renditen aller Unternehmensanleihen in allen Ländern deutlich stabilisiert.

Abbildung 5

Fiskalpolitische Interventionen im Euroraum

Renditen von Anleihen nicht-finanzieller Unternehmen sowie des Finanzsektors mit fünf Jahren Restlaufzeit in Prozent



Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2020

Nur das deutsche Rettungspaket und das EU-Rettungsprogramm konnten die Anleiherenditen aller vier Länder kurzfristig beruhigen. Die G7-Intervention ist zumindest in Spanien ohne Wirkung geblieben.

Das von den EU-FinanzministerInnen am 9. April angekündigte europäische Rettungspaket schlägt sich ebenfalls in den Renditen nieder. In allen Ländern und in allen Sektoren sinken die Renditen nach der Ankündigung des Pakets. Die Tatsache, dass die Renditen bereits am Tag vor der offiziellen Ankündigung des EU-Rettungspakets zu sinken beginnen, zeigt, dass die Finanzmarktteilnehmer ihr Vertrauen in eine europäische Einigung setzen.

Interessanterweise fällt der größte Rückgang der Renditen in Deutschland, Frankreich und Italien mit dem G7-Treffen der FinanzministerInnen und NotenbankgouverneurInnen am 24. März zusammen. Nach dem Treffen versprechen die beteiligten Länder, eng zusammenzuarbeiten und alles Notwendige zu tun, um das Vertrauen und das Wirtschaftswachstum wiederherzustellen. Dies wird von den Finanzmärkten offenbar als ein glaubwürdiges und starkes

Signal interpretiert.[4] Lediglich in den spanischen Renditen zeigt sich dieser Rückgang nicht. Dies kann mit der Tatsache zusammenhängen, dass Spanien nicht Mitglied der G7 ist.

Fazit: Keine halbherzigen Lösungen – insbesondere auf der fiskalischen Seite

Seitdem Anfang März 2020 die Corona-Pandemie Europa erreicht hat, erwarten die Finanzmärkte, dass die wirtschaftlichen Folgen schwerwiegend und lang anhaltend sein werden. Dies lässt sich auch an den deutlich steigenden Renditen für Unternehmensanleihen ablesen. Alarmierend dabei ist, dass insbesondere Anleiherenditen mit langen Restlaufzeiten stark zulegen. Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB tragen dazu bei, die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer in allen Ländern zu stabilisieren.

Doch Geldpolitik allein kann der gestiegenen Risikowahrnehmung nicht entgegenwirken. Die bisher auf nationaler Ebene getroffenen fiskalpolitischen Maßnahmen in Frankreich, Italien und Spanien scheinen nach wie vor nicht groß genug zu sein, um die Märkte zu beruhigen. Lediglich nach der Ankündigung des 550 Milliarden Euro schweren Rettungspakets in Deutschland haben sich die Renditen stabilisiert. Wie stark dies kausal zusammenhängt, ist damit jedoch noch nicht letztgültig bewiesen. Eine vollständige kausale Bewertung der wirtschaftspolitischen Corona-Maßnahmen steht noch aus.

Was sich aber anhand dieser Untersuchung deutlich zeigt, ist, dass internationale Zusammenarbeit wichtig ist. Sowohl die Ankündigung des EU-Rettungspakets, das vom Umfang her mit dem deutschen Rettungspaket vergleichbar ist, konnte das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmer wiederherstellen, als auch das Versprechen der G7, unter allen Umständen zusammenzuarbeiten.

Daraus lässt sich die Schlussfolgerung ziehen, dass nationale Einzelmaßnahmen längst nicht so vielversprechend sind wie ein konzertiertes Vorgehen der Staatengemeinschaften. Geld- und fiskalpolitische Maßnahmen sollten künftig nicht isoliert getroffen und fiskalpolitische Reaktionen gut koordiniert werden. Insbesondere sollte eine fiskalpolitische Antwort von allen europäischen Ländern gemeinsam getragen werden, zum Beispiel über ein europäisches Konjunkturprogramm oder europäische Unternehmenskredite.

4 Vergleiche das Abschlussstatement der G7 (online verfügbar, abgerufen am 27. April 2020).

Stephanie Ettmeier ist wissenschaftliche Mitarbeiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | settmeier@diw.de

Chi Hyun Kim ist wissenschaftliche Mitarbeiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | ckim@diw.de

Alexander Kriwoluzky ist Leiter der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | akriwoluzky@diw.de

JEL: E44 (Financial Markets and the Macroeconomy), G12 (Asset Pricing), G14 (Event Studies)

Keywords: Covid-19, Financial Market Expectations, Monetary and Fiscal Policy Interventions

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 19+20/2020:

www.diw.de/diw_weekly

INTERVIEW

„Im Laufe der Corona-Pandemie sind die Zinsstrukturkurven aller Länder und Sektoren drastisch gestiegen“

Chi Hyun Kim, Wissenschaftliche Mitarbeiterin in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin.

1. **Frau Kim, um abzuschätzen, wie lange die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie noch zu spüren sein werden, haben Sie die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer in Europa untersucht. Wie sind Sie dabei vorgegangen?** Für unsere Studie haben wir für den Zeitraum von Januar bis April 2020 Zinsstrukturkurven geschätzt von nicht-finanziellen und finanziellen Unternehmen aus den vier Ländern des Euroraums mit der größten Wirtschaftskraft, also Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien.

2. **Was lässt sich aus den Zinsstrukturkurven ablesen?** In der Regel antizipieren Finanzmarktteilnehmer bei ihren Investitionsentscheidungen alle möglichen Informationen, die in einer Volkswirtschaft zur Verfügung stehen, um ihre Investitionsrisiken abschätzen zu können. Diese Abschätzung kann man an den Renditen einer Anleihe ablesen und, da eine Zinsstrukturkurve nichts anderes ist als die Durchschnittsrendite aller Anleihen im Markt, wir können damit die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer über die allgemeinen ökonomischen Konditionen von Unternehmen ablesen.

3. **Was erwarten die Marktteilnehmer in Bezug auf die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie?** Wir beobachten, dass im Laufe der Corona-Pandemie die Zinsstrukturkurven von allen Ländern und Sektoren drastisch gestiegen sind, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer schlechtere Konditionen für die Unternehmen erwarten. Zudem scheint es, dass die Marktteilnehmer nicht nur kurzfristige Effekte erwarten, sondern mit langanhaltenden Auswirkungen von mindestens fünf Jahren rechnen.

4. **Unterscheiden sich die Reaktionen des Bankensektors von denen des realwirtschaftlichen Sektors?** Nein, zumindest noch nicht. Das ist insofern interessant, weil es zum Beispiel hätte sein können, dass die Corona-Pandemie im Realsektor härter zugeschlagen hat als im Finanzsektor, weil die Produktion im Euroraum wegen des Lockdowns drastisch gesunken ist, aber das beobachten wir nicht.

5. **Was konnten die geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) bewirken?** Die EZB hat nach dem Beginn der Corona-Pandemie das Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP) angekündigt. Dabei handelt es sich um ein temporäres Ankaufprogramm für Wertpapiere in Höhe von ca. 750 Milliarden Euro. Diese Ankündigung hat zumindest temporär ein positives Signal an die Marktteilnehmer senden können. Langfristig jedoch reicht Geldpolitik allein nicht aus, sondern es bedarf guter fiskalpolitischer Unterstützung.

6. **Was ist effektiver: nationale Einzelmaßnahmen oder koordinierte Aktionen der europäischen Staatengemeinschaft?** In den vier Ländern gab es nationale Rettungspakete, aber leider waren die meisten Pakete zu klein, um effektiv die negativen Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer zu beruhigen. Die sogenannte „Bazooka“ Deutschlands war eine Ausnahme. Sie hatte interessanterweise nicht nur einen positiven Effekt auf die deutschen Unternehmen, sondern auch auf Unternehmen in Frankreich, Italien und Spanien. Die Ankündigung des EU-Rettungspakets hatte ähnlich positive Effekte. Da die Wirtschaftsstruktur europäischer Länder eng miteinander verbunden ist, wäre eine gemeinsame europäische Lösung effektiver als nationale Einzelmaßnahmen.

7. **Wie könnte eine europäische Lösung aussehen?** Unserer Meinung nach kann eine Maßnahme nur in einer engen Zusammenarbeit zwischen den europäischen Ländern wirkungsvoll sein, die auch von der EZB gedeckt wird. Zum Beispiel können dies ein europaweites Konjunkturprogramm oder europäische Unternehmenskredite sein, aber auch die umstrittenen Corona-Bonds, die anschließend innerhalb des PEPP-Programms von der EZB aufgekauft werden können.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.

Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf **www.diw.de/interview**

DOI: https://doi.org/10.18723/diw_wb:2020-20-2

TOMASO DUSO

Wir brauchen eine europäische Lösung für den Flugverkehr

Prof. Dr. Tomaso Duso ist Leiter der Abteilung Unternehmen und Märkte am DIW Berlin.
Der Beitrag gibt die Meinung des Autors wieder.

Die Corona-Pandemie hat den Luftverkehrssektor mit voller Wucht getroffen und quasi lahmgelegt. Lufthansa allein verliert nach eigenen Aussagen eine Million Euro – pro Stunde. Die Verluste über die nächsten Monate könnten demnach bis zu zehn Milliarden Euro betragen. Aktuell verfügt Lufthansa über liquide Mittel von gut vier Milliarden Euro. Die werden nicht reichen.

Eins ist sicher: Lufthansa und all die anderen Fluglinien werden es aus eigener Kraft nicht schaffen, die Krise zu bewältigen. Sie rufen also berechtigt nach Hilfe vom Staat und der Staat scheint bereit zu helfen. Jedoch sollte er sich genau überlegen, welche Hilfe am sinnvollsten ist. Denn die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen und negativen Folgen für die Verbraucherinnen und Verbraucher ist groß – nicht nur innerhalb Deutschlands. Think big and global, sollte daher die Devise lauten.

Sicherlich wäre es denkbar, dass der Staat Minderheitsaktionär bei Lufthansa wird, um eine Kapitalerhöhung mit öffentlichen Geldern zu finanzieren. Unklar ist noch, wie viel Mitspracherecht der Staat im Gegenzug erhalten will. Lufthansa scheint davon wenig begeistert zu sein und erwägt als Alternative ein Schutzschirmverfahren.

Eine direkte Beteiligung des Staates an Lufthansa mit Eigenkapital sollte in der Tat skeptisch betrachtet werden. Besonders problematisch wäre es, wenn der deutsche Staat nur Lufthansa Beihilfe anböte. Das würde kleinere Fluggesellschaften stark benachteiligen und hätte negative Konsequenzen für den Wettbewerb. Viel geeigneter wäre hingegen ein Fonds, der Unternehmen mit Liquiditätsproblemen in Form von Krediten und Bürgschaften hilft.

Kurz: Wenn sich schon der Staat am Luftverkehrssektor beteiligen will, sollte er es eher mit Fremdkapital statt mit Eigenkapital tun und möglichst nicht nur Lufthansa, sondern die ganze Branche unterstützen.

Doch Deutschland ist keine Insel, schon gar nicht, wenn es um das Thema Luftverkehr geht. Ist es also sinnvoll, dass der deutsche Staat direkt „seine" deutsche Fluglinie unterstützt? Müssen wir nicht gerade in dieser globalen Krise und gerade für diesen Sektor nach einer internationalen Lösung suchen? Die Situation der Lufthansa ist nicht anders als die der meisten Wettbewerber. US-amerikanische sowie andere europäische Fluggesellschaften wie Air-France-KLM suchen ebenfalls die Unterstützung ihres Staates. Andere hingegen, wie Ryanair oder Easyjet, bekommen möglicherweise keine staatlichen Beihilfen. Das könnte zu einem Subventionsrennen ausarten.

In der Tat scheinen die großen Fluggesellschaften nicht nur in Deutschland starken politischen Einfluss zu haben. Die US- Regierung plant, circa 50 Milliarden Dollar für die Rettung der heimischen Airlines auszugeben. Air-France-KLM, einer der stärksten Konkurrenten der Lufthansa in Europa, wird über staatliche Kreditbürgschaften vier Milliarden Euro und zusätzlich drei Milliarden als direkten Staatskredit von der französischen Regierung erhalten.

Wenn nur die großen Konzerne eine Hilfespritze ihrer Regierung bekommen und auch nicht alle Regierungen dazu bereit sind, würde der Wettbewerb weiter verzerrt. Um dies zu vermeiden, sollte die Europäische Kommission, die ohnehin diese Rettungspakete zuerst genehmigen muss, dringend eine zentrale europäische Lösung ins Spiel bringen.

Beispielweise könnte ein europäisches Programm für den gesamten Luftverkehrssektor die Risiken für den Wettbewerb mindern. Nicht nur einige „nationale" Champions könnten davon profitieren, sondern auch kleinere Fluggesellschaften, die nicht so viel politische Unterstützung haben. Darüber hinaus könnte die EU-Kommission mit einem zentral geplanten Umstrukturierungs- und Unterstützungsplan für die Luftfahrtindustrie auch andere wichtige politische Ziele, wie etwa klimapolitische Ziele, vorantreiben.

Es gilt in Corona-Zeiten wie so oft: Nationale Regierungen sollten nicht nur ihre nationalen Champions unterstützen, sondern größer denken und den gesamten europäischen Luftverkehrssektor retten.

Dieser Beitrag ist am 4. Mai 2020 in einer längeren Fassung auf tagesspiegel.de erschienen.

DOI: https://doi.org/10.18723/diw_wb:2020-20-3