

Daube, Carl Heinz

Working Paper

Ein weiterer schwarzer Montag

Suggested Citation: Daube, Carl Heinz (2020) : Ein weiterer schwarzer Montag, ZBW – Leibniz Information Centre for Economics, Kiel, Hamburg

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/214880>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Carl Heinz Daube<sup>1</sup>

## **Ein weiterer Schwarzer Montag - eine erste Analyse zu möglichen Ursachen des signifikanten Kursrückgangs an den internationalen Börsen durch den Coronavirus**

### **Zusammenfassung**

Ziel dieses Working Papers ist es, eine erste Analyse für die massiven Kurseinbrüche an den Internationalen Finanzmärkten seit Anfang März 2020 zu liefern. Das geschieht auf Basis einer ökonomischen Betrachtung, aber auch soziologische und psychologische Ansätze werden herangezogen. Ausgangsthese ist, dass die wirtschaftlichen Rahmenparameter bereits zu Beginn des Jahres 2020 „toxisch“ waren.

### **Abstract**

The aim of this working paper is to provide a first analysis of the massive price decrease in the international financial markets since early March 2020. This is done on the basis of an economic view, but sociological and psychological approaches are also used. The initial thesis is that the economic parameters were already "toxic" at the beginning of 2020.

---

<sup>1</sup> *Dr. Carl Heinz Daube, Professor für Finanzierung an der NBS Northern Business School - University of Applied Sciences lehrt und forscht am IUCF Institut für Unternehmensrechnung, Controlling und Finanzmanagement.*

## Ausgangslage

Der Coronavirus COVID-19<sup>2</sup> hat zu massiven Kursverlusten an den internationalen Kapitalmärkten geführt - so verloren wichtige Aktienindizes am Montag, 9. März 2020, um bis zu 10 % ihres Wertes.<sup>3</sup> Das war der höchste Tagesverlust seit dem 11. September 2001. Selbst in der Finanzmarktkrise und der Lehman-Pleite waren die Verluste nicht so hoch.<sup>4</sup> Das führt zu der Frage, warum die internationalen Finanzmärkte so heftig reagiert haben. Und das wirft die Frage nach der Verfassung der Kapitalmärkte bei Ausbruch des COVID-19 auf.

Im folgenden wird ein erster Versuch unternommen, diese Fragestellung systematisch und analytisch aufzubereiten. Es wird von der These ausgegangen, dass die Gemengelage bereits vor Ausbruch des COVID-19 „toxisch“ war und es möglicherweise nur noch des berühmten Tropfen bedurfte, der das Fass zum überlaufen brauchte.<sup>5</sup> Im Rahmen dieser Analyse werden sowohl wirtschaftliche als auch soziologische und psychologische Aspekte Berücksichtigung finden. Dieses Working Papers kann als ein erster Schritt gleichwohl nur oberflächlicher Natur sein. In nachfolgenden Workings Papers sollen die einzelnen Punkte eingehender analysiert werden.

Ein Blick jenseits der reinen Ökonomie könnte sich hier als nützlich erweisen, zumal es in den Wirtschaftswissenschaften die Disziplin Behavioural Economics gibt. Dazu gehört der Teil der Behavioural Finance, der sich mit

---

<sup>2</sup> in diesem Paper wird die Schreibweise der WHO übernommen; vgl. <https://www.who.int>.

<sup>3</sup> vgl. <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/corona-wirtschaft-wallstreet-103.html>.

<sup>4</sup> vgl. <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/dax-im-coronavirus-strudel-was-zum-schwarzen-montag-an-der-boerse-fuehrte-a-8f2bce5e-ed87-4c25-ac14-98e592554296>.

<sup>5</sup> Hier könnte man durchaus der Frage nachgehen, ob denn die Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise, die im August 2007 ihren Anfang nahm, überhaupt schon überwunden ist; schließlich sind Maßnahmen wie das APP asset purchasing programme der EZB noch nicht vollständig eingestellt worden. Und so manche Haushalte von Staaten, Kommunen und Städten sind nach wie vor nicht geordnet.

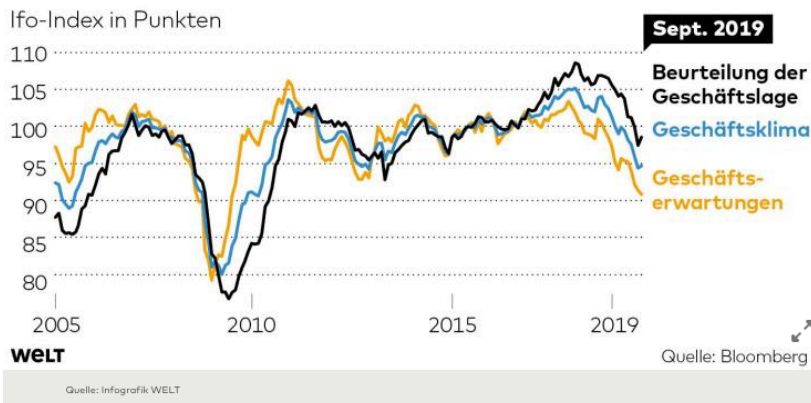
Und man könnte der Frage nachgehen, ob die im Zuge der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise getroffenen regulatorischen Verschärfungen - insbesondere für die Finanzindustrie - die internationalen Finanz- und Kapitalmärkte „sicherer“ gemacht haben. vgl. Dossall / Nichelmann (2018)

dem Verhalten von Marktteilnehmern an Finanz- und Kapitalmärkten beschäftigt.<sup>6</sup> Dabei geht es darum, wie sich Investoren an den Finanz- und Kapitalmärkten verhalten - nämlich gerade nicht immer streng rational wie vom homo oeconomicus erwartet, sondern auch manchmal irrational.

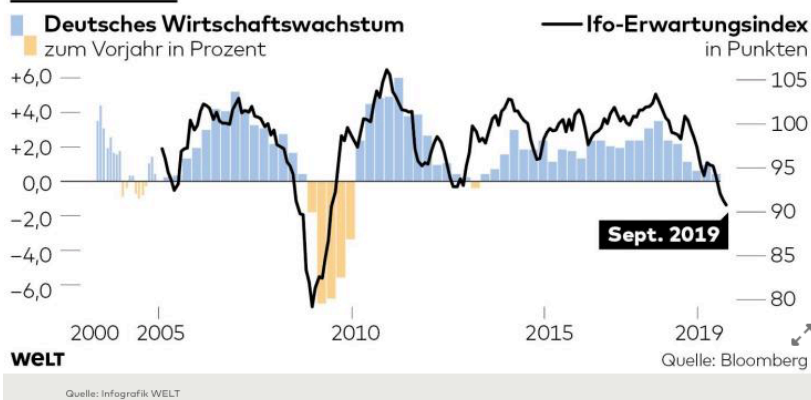
## Ökonomische Eckdaten Anfang 2020

Bereits im Herbst 2019 verdichteten sich die Anzeichen, dass die deutsche Wirtschaft in Anbetracht des Musters der Konjunkturdaten auf eine Rezession zu steuern könnte.<sup>7</sup>

### Düstere Aussichten



### Böses Omen



<sup>6</sup> Einen guten Überblick zu den verschiedenen Aspekten der Behavioural Finance findet man bei Baker / Nofsinger (2010).

<sup>7</sup> vgl. <https://www.welt.de/wirtschaft/article200862936/Deutsche-Wirtschaft-Oekonomen-schreiben-das-Jahr-2020-schon-ab.html>.

Auch für Europa waren zu diesem Zeitpunkt die wirtschaftlichen Aussichten eher gedämpft.<sup>8</sup> Als Belastungsfaktoren wurden u.a. die rückläufigen Wachstumsraten in China, die anhaltende Diskussion über einen Handelskrieg, die Wirksamkeit der Geldpolitik und die Frage nach fiskalpolitischen Spielräumen, die Fragilität des internationalen Finanzsystems und die Verschuldung von Unternehmen und Staaten sowie die finanziellen Belastungen aus Maßnahmen für den Klimaschutz angeführt.<sup>9</sup>

Mit Ausbruch der Finanzmarktkrise im August 2007, die sich zu einer Staatschuldenkrise weiterentwickelt hat, öffneten die Zentralbanken weltweit ihre Liquiditätsschleusen immer stärker.<sup>10</sup> Eine der Maßnahmen war (und ist) das sog. APP asset purchase programme<sup>11</sup> oder auch als quantitativ easing<sup>12</sup> bekannt. Dabei kaufen nationale Zentralbanken Anleihen vom Markt auf, um Liquidität für Banken bereits zu stellen, die diese wiederum der Realwirtschaft als Kredit zur Verfügung stellen sollten. Der Umfang und die Wirksamkeit dieses Instruments wurde gleichwohl zuweilen hinterfragt.<sup>13</sup>

Im Ergebnis sank das Zinsniveau immer weiter ab, da die EZB (über die nationalen Zentralbanken) als (weiterer) Nachfrager nach Anleihen am Markt auftrat. Der Umfang der bisher gekauften Anleihen beläuft sich auf rd. 2,5 Billionen EURO.<sup>14</sup> Das Zinsniveau für Staatsanleihen aus der Eurozone war

---

<sup>8</sup> vgl. <https://www.datev-magazin.de/nachrichten-steuern-recht/wirtschaft/winterprognose-2020-stabiles-aber-gedaempftes-wachstum-24078>.

<sup>9</sup> vgl. <https://www.kfw.de/PDF/Download-Center/Konzernthemen/Research/KfW-Research-Jahresausblick-2020.pdf>.

<sup>10</sup> vgl. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/finanzkrise-zentralbanken-fluten-die-geldmaerkte-1113943.html>.

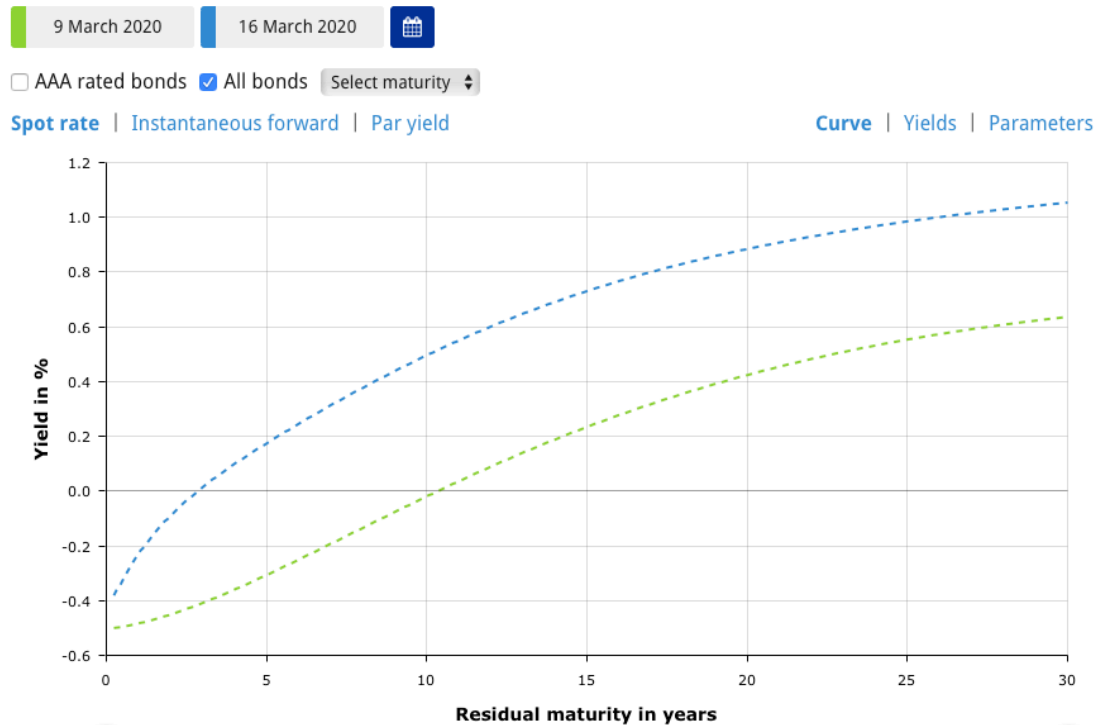
<sup>11</sup> vgl. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>.

<sup>12</sup> vgl. [https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app\\_infographic.en.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/show-me/html/app_infographic.en.html).

<sup>13</sup> vgl. <https://www.zeit.de/wirtschaft/2019-09/anleihekaeufer-ezb-jens-weidmann-bundesbank-geldpolitik>.

<sup>14</sup> vgl. <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/anleihekaufprogramm-geldpolitik-der-ezb-duerfte-spaetestens-2021-an-bisherige-obergrenze-stossen/25013734.html>.

bis in Laufzeiten über zehn Jahre hinein negativ.<sup>15</sup> Allerdings gab es jüngst einen Anstieg der Renditen: Am 9. März war die Renditestrukturkure noch bis zehn Jahre negativ; eine Woche später am 16. März nur noch bis etwa drei Jahre.



[https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/euro\\_area\\_yield\\_curves/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_area_yield_curves/html/index.en.html)

Im Zuge dieser Entwicklung gingen auch die Zinsen für Unternehmensanleihen immer weiter zurück. Gepaart mit einem „Anlagenotstand“ privater und institutioneller Investoren wurden auf der Suche nach wenigstens ein paar Renditepunkten Anleihen gekauft, deren Risikoprämie möglicherweise nicht immer adäquat war.<sup>16</sup> Ob das bei der Unternehmensanleihe der Fluggesellschaft Norwegian der Fall war, soll hier

<sup>15</sup> Hier mag man die Frage aufwerfen, was das für die Altersversorgungssysteme einer ganzen Generation bedeutet. Und es stellt sich die Frage, ob die Signalfunktion des Zinses als Preis für die temporäre Überlassung von Liquidität überhaupt noch in Kraft ist.

<sup>16</sup> vgl. <https://www.wallstreet-online.de/nachricht/11989337-niedrigzins-ehemaliger-ezb-chefvolkswirt-warnt-krise-neuer-dimension>.

nicht näher betrachtet werden.<sup>17</sup> Belke und Gros haben sich mit den Auswirkungen des EZB-Ankaufsprogramms auf Spreads von Staatsanleihen beschäftigt und konnten keine dauerhafte Veränderung der Risikoprämien feststellen.<sup>18</sup>

Die Aktien sind unter dem Strich in den vergangenen Jahre weltweit tendenziell gestiegen und haben Investoren gute Dividenden und Kursgewinne beschwert. Dies kann man exemplarisch an der Entwicklung des Deutschen Aktienindex DAX nachvollziehen.



<https://de.finance.yahoo.com/chart/%5EGDAXI>

So gelten Aktien als eine der wenigen Asset Klassen, mit denen Investoren noch Geld verdienen können.<sup>19</sup> Aber die jüngste Entwicklung zeigt sehr deutlich, dass die Kursentwicklung keine Einbahnstraße ist. Auch hier stellt sich die Frage, ob Aktien vielleicht (schon länger) überbewertet und die Risikoprämien nicht (mehr) adäquat waren.<sup>20</sup> Bei der Aktienbewertung ist das

<sup>17</sup> vgl. <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-konsumgueter/luftfahrt-billigflieger-norwegian-bittet-anleihe-glaebiger-um-aufschub/24969964.html>.

<sup>18</sup> vgl. Belke / Gros (2019).

<sup>19</sup> vgl. <https://www.finanzen.net/nachricht/zertifikate/rentable-alternativen-geld-verdienen-mit-aktien-egal-wohin-die-kurse-gehen-5404461>.

<sup>20</sup> vgl. [https://www.focus.de/finanzen/boerse/2-gruende-weshalb-der-aktienmarkt-ueberbewertet-sein-koennte\\_id\\_10559045.html](https://www.focus.de/finanzen/boerse/2-gruende-weshalb-der-aktienmarkt-ueberbewertet-sein-koennte_id_10559045.html).

Zinsniveau ein wichtiger Parameter und das - ist wie oben geschildert - negativ oder zumindest sehr niedrig.<sup>21</sup>

Der Vollständigkeit halber soll an diese Stelle kurz auf die Immobilienwirtschaft eingegangen werden. Die Immobilienpreise sind - nicht nur in Deutschland, sondern europaweit - in den letzten Jahren zumindest in den sog. „guten Lagen“ permanent gestiegen. So ist es für vielen Menschen gerade in Großstädten teilweise nicht mehr möglich, bezahlbaren Wohnraum zu finden.<sup>22</sup>

Fasst man das bisher Gesagte zusammen, so ergibt sich ein Bild, das durch folgende Punkte gekennzeichnet ist.

- rückläufige Wachstumsraten des Wirtschaftswachstums
- neue Belastungen für die Wirtschaft und die privaten Haushalte durch Klimaschutzmaßnahmen
- in einigen Ländern höherer Staatsverschuldung als vor 2007
- eine Anzahl von geopolitische Risiken
- negativen Zinsen
- Vernichtung von Ersparnissen für die Altersvorsorge
- Überschussliquidität, die in alternative Anlageformen wandert
- möglicherweise überbewertete Aktienmärkte
- Tendenz zu einer Immobilienblase

Ein solches Gesamtbild hat durchaus das Potential, unter bestimmten Voraussetzungen oder in bestimmten Konstellationen „toxisch“ zu wirken; das ganze System könnte bereits verwundbar gewesen sein. Die Marktteilnehmer wissen um die Risiken - sie kennen aber weder das konkrete Ausmaß noch das auslösende Ereignis. In so einem solchen Fall spricht man von „nicht

---

<sup>21</sup> In den üblichen Bewertungs-Modellen werden zukünftige Dividenden, Erträge, freie Cash Flows für die Wertermittlung von Aktien diskontiert; vgl. Berk / DeMarzo (2017), pp. 309-338.

<sup>22</sup> vgl. <https://www.spiegel.de/wirtschaft/unternehmen/immobilien-etz-experten-warner-vor-marktueberhitzung-a-1279512.html>.



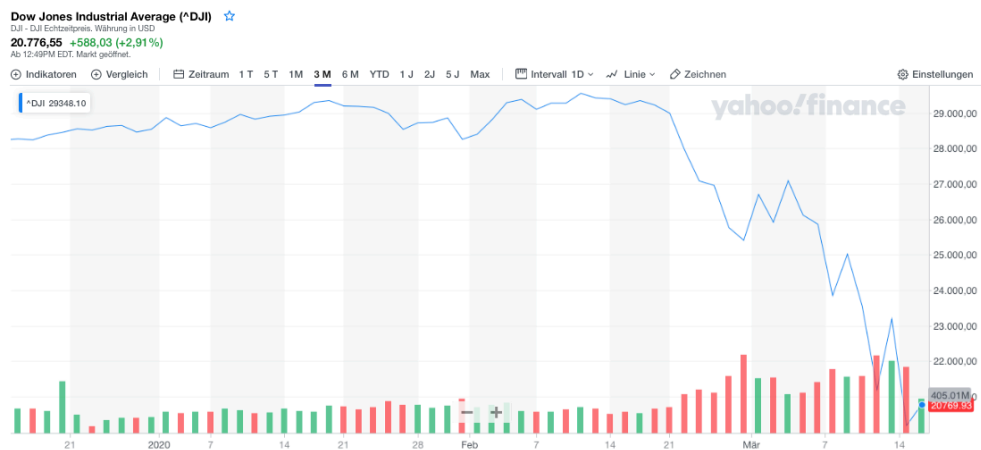
erkennbaren Risiken“; sie sind heimtückisch, weil sie vollkommen überraschend eintreten und oft zu erheblichen Verlusten führen. Sie werden auch als „Schwarzer Schwan“ bezeichnet.<sup>23</sup>

## Erklärungsansätze für den Kursabsturz

Wie eingangs erwähnt kam es am Anfang März 2020 an mehrere Tage in Folge weltweit zu massiven und lange nicht in dem Ausmaß beobachteten Kurseinbrüchen an internationalen Aktienmärkten. Die Bilder glichen sich - hier sei exemplarisch nur der Verlauf vom DAX, EuroStoxx50 und Dow Jones widergegeben.



<sup>23</sup> Hull (2015), p. 656.



Warum aber kam es zu diesen massiven Kursrückgängen (bei steigenden Umsätzen)? Sicherlich spielen die oben diskutierten ökonomischen Eckdaten 2020 eine wesentliche Rolle. An den Börsen werden bekanntlich zukünftige Erwartungen gehandelt. Die Erwartungen waren bereits gedämpft. Und sie erhielten nun durch das COVID-19 und die weltweite Ausbreitung mit erwarteten massiven Auswirkungen auf die gesamte Weltwirtschaft einen weiteren deutlichen Dämpfer.

Jenseits der ökonomischen Betrachtung erscheint es reizvoll, die Entwicklung einmal aus einer anderen Perspektive zu betrachten. Zuweilen konnte man lesen, dass die Globalisierung der letzten Jahrzehnte möglicherweise an ihre Grenzen gestoßen sei.<sup>24</sup> Betrachtet man das einmal systemtheoretisch, so könnte man zu dem Ergebnis kommen, dass es mehrere Systeme gibt, die alle sehr stark von anderen Systemen und seinen Leistungen abhängen. Dadurch können einzelne Systeme ihre operative Autonomie verlieren und in sich zusammenbrechen. Gleiches kann geschehen wenn Systeme ihrer Umwelt zunehmend als sog. black boxes erscheinen, die nur noch um sich selbst kreisen und die Bedürfnisse von der Gesellschaft in zunehmendem Maße ignorieren - auch sie können früher oder später zusammenbrechen.<sup>25</sup> Daher sollten Systeme eine ausgewogene Mischung aus Autonomie und

<sup>24</sup> vgl. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mehr-wirtschaft/coronavirus-und-globalisierung-es-gibt-kein-zurueck-16667296.html>.

<sup>25</sup> vgl. Willke (1999).

zweckgebundener Abhängigkeit finden. Im aktuellen Kontext könnte daher es sein, dass die Marktteilnehmer (unterbewusst) diese Mischung nicht mehr als ausgewogen empfunden haben, was zu massiven Verkäufen und Kursverlusten auf breiter Front geführt hat.

Marktteilnehmer neigen darüber hinaus dazu, Situationen über- bzw. unterzubewerten; das wird in der Behavioural Finance beschrieben.<sup>26</sup> Das ist der Grund, warum an einigen Börsen bei zu erratischen Kursentwicklungen Handelsstops greifen; so geschehen an der New Yorker Börse.<sup>27</sup> Ein Unterbrechung des Handels ist auch in Deutschland möglich.<sup>28</sup> Die teilweise als Panik beschriebenen Situation bzw. das Verhalten der Marktteilnehmer an den Börsen<sup>29</sup> lässt sich mit ökonomischer Betrachtungsweise oder ökonomischen Modellen oftmals nicht hinreichend erklären. Auch hier scheint ein anderer Blickwinkel hilfreich zu sein, indem das Phänomen „Panik“ aus psychologischer Sicht betrachtet wird. Dabei spielen Unsicherheit, der Wunsch nach Vorhersehbarkeit und Kontrolle, die Illusion der Kontrolle sowie Vertrauen in ein System eine wichtige Rolle.<sup>30</sup> Werden diese Punkte nicht bedient, so kann es zu Überreaktionen kommen. Auslöser dafür kann in einer solchen Situation ein einziger kurzer Satz sein. So trugen die drei Worte vom ehemaligen EZB Präsidenten Mario Draghi „whatever it takes“ am 26.07.2012 zu einer gewissen Beruhigung der Märkte bei.<sup>31</sup> Und so bewirkte möglicherweise die Aussage von der amtierenden EZB Präsidentin Christine Lagarde „... dass es nicht die Aufgabe einer Zentralbank sei, die Renditeaufschläge einzelner Staaten zu senken“ am 12.03.2020 genau das

---

<sup>26</sup> vgl. Brealey et al (2019), pp. 227.

<sup>27</sup> vgl. <https://www.handelsblatt.com/dpa/wirtschaft-handel-und-finanzen-virus-aktien-new-york-handelsunterbrechung-wegen-hoher-verluste/25637712.html>.

<sup>28</sup> vgl. [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Handel/Handelsaussetzung/handelsaussetzung\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Handel/Handelsaussetzung/handelsaussetzung_node.html).

<sup>29</sup> vgl. <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/folgen-des-coronavirus-panik-an-der-boerse-16676092.html>.

<sup>30</sup> vgl. Bracha / Weber (2012).

<sup>31</sup> vgl. <https://www.tagesschau.de/wirtschaft/eurorettung-100.html>.

Gegenteil.<sup>32</sup> Der geneigte Leser mag nochmals die Renditestrukturkurven europäischer Staatsanleihen vom 9. und 16. März miteinander vergleichen.

### **Fazit und Ausblick**

Im vorliegenden Working Paper wurde ein erster Versuch unternommen, Erklärungsansätze für die von COVID-19 verursachten massiven Kurseinbrüche an den Aktienmärkten weltweit zu finden. Ausgangspunkt war die These, dass die ökonomische Lage schon zu Beginn des Jahres 2020 „toxisch“ und die Märkte damit „verwundbar“ waren. Die ökonomischen Eckdaten wiesen bereits auf einen wirtschaftlichen Abschwung hin - und damit auf reduzierte Möglichkeiten, auch in der Zukunft von steigenden Kursen profitieren zu können. Allein damit die Entwicklung an den Börsen erklären zu wollen, schien gleichwohl zu kurz gegriffen zu sein. Daher wurden soziologische und psychologische Ansätze mit hinzugezogen, den heftigen Kursrutsch zu verstehen und zu erklären. Gerade diese Ansätze bieten möglicherweise Potential, die ökonomische Betrachtungsweise von erratischen Kursentwicklungen an Börsen zu ergänzen und zu bereichern. Das soll in weiteren Analysen geschehen.

---

<sup>32</sup> vgl. <https://boerse.ard.de/anlagestrategie/konjunktur/ezb-in-der-defensive100.html>.

## Literaturverzeichnis

- Baker, H. Kent / Nofsinger, John R. (2010) editors  
*Behavioral Finance. Investors, Corporates, and Markets.* Hoboken,  
N.J. 2010.
- Belke, Ansgar / Gros, Daniel (2019)  
*QE in the euro area: Has the PSPP benefited peripheral bonds?* Ruhr  
Economic Papers, No. 803. <https://hdl.handle.net/10419/195377>.
- Berk, Jonathan / DeMarzo, Peter (2017)  
*Corporate Finance.* 4th ed., Harlow 2017.
- Bracha, Anat / Weber, Elke U. (2012)  
*A Psychological Perspective of Financial Panic.* FRB of Boston Public  
Policy Discussion Paper No. 12-7.
- Brealey, Richard A. / Myers, Stewart C. / Marcus, Alan J. (2019)  
*Fundamentals of Corporate Finance.* 10th ed. New York 2019.
- Dosdall, Hendrik / Nichelmann, Rolf (2018)  
*The Risk of Financial Management: The Case of Lehman Brother.* In:  
Gephart, Robert P. / Miller, C. Chet / Svedberg Hegesson, Karin  
(Editors). *The Routledge Companion of Risk, Crisis and Emergency  
Management.* New York 2019. pp. 312 - 324.
- Hull, John C. (2015)  
*Risk Management and Financial Institutions.* 4th ed. Hoboken, NJ.  
2015.
- Willke, Helmut (1999)  
*Systemtheorie II: Interventionstheorie. Einführung in die Theorie der  
Interventionen in komplexe Sozialsysteme.* 3. Aufl., Stuttgart 1999.