

DIE RETTER IN DER NOT

Die globalen Notenbanken, allen voran die EZB und die Fed, haben durch beherzte, schnelle und gezielte Eingriffe eine Beruhigung der Kapitalmärkte herbeigeführt und sind erneut als Retter in der Not aufgetreten. Dabei verfolgen sie mit ihren Maßnahmen zwei Ziele. Als erstes geht es darum, ein Übergreifen der realwirtschaftlichen Verwerfungen auf den Finanzsektor zu verhindern, um eine systemische Krise zu vermeiden. Dies ist bisher gelungen. Das zweite Ziel ist die Unterstützung der Konjunkturerholung. Hier können die Notenbanken zwar Hilfestellungen leisten, sind aber auf die Mitarbeit der Fiskalpolitik angewiesen. Gezeigt hat sich in der Krise aber, dass Notenbanken auch bei Zinsen nahe Null voll handlungsfähig sind.

Zu Beginn des neuen Monats kommen nun die Wirtschaftsdaten für den April auf die Bildschirme. Es zeigt sich deutlich das Bild einer in **Schiefelage geratenen Weltwirtschaft**. Ein weiterer, vermutlich desaströser Datenpunkt steht bereits heute Nachmittag mit der Veröffentlichung der US-Arbeitslosenquote für den April an. Analysten schätzen, dass diese Zahl bei 16 Prozent liegen wird. Dies ist das höchste Niveau seit der Großen Depression in den 1930er-Jahre.

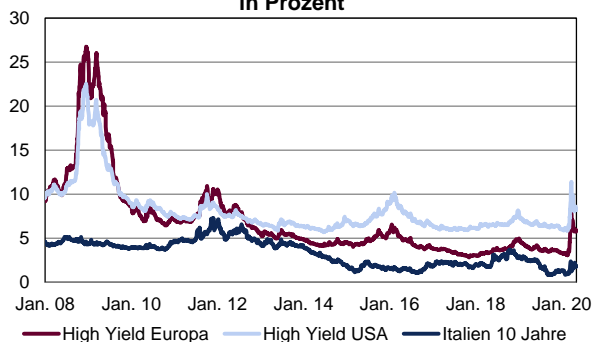
Um die schwersten Auswirkungen der Krise zu bekämpfen, haben die globalen Notenbanken, allen voran die US-amerikanische Fed und die europäische EZB, mit gewaltigen Maßnahmenpaketen reagiert. Damit sind beide Zentralbanken erneut als **Retter in der Not** aufgetreten. Im Rahmen ihres Auftrags, für Preisstabilität zu sorgen (EZB und Fed) sowie ein Höchstmaß an Beschäftigung zu sichern (Fed) verfolgen die Notenbanken mit ihrer Geldpolitik zwei Ziele.

Als erstes geht es darum, eine **systemische Krise** wie in den Jahren 2008/09 zu verhindern, als das Finanzsystem in seinen Grundfesten erschüttert wurde. Damals gingen die Risiken vom Finanzsystem in die Realwirtschaft über und verursachten eine schwere Rezession. Diesmal soll in der umgekehrten Richtung eine Infektion des Finanzsystems durch die Realwirtschaft verhindert werden, um nicht neben der konjunkturellen zusätzlich eine systemische Krise bekämpfen zu müssen.

In den USA und auch in Europa sind zwischenzeitlich die Anleihespreads vor allem für spekulativere Anleihen in die Höhe geschossen. Es drohte **eine erneute Kreditklemme** insbesondere bei kleineren Firmen und den Unternehmen aus den besonders stark betroffenen Sektoren. Die Fed hat darauf reagiert und erwirbt neben Staatsanleihen und MBS mit zwei Programmen (PMCCF und SMCCF) über bestimmte Investmentvehikel Unternehmensanleihen sowie Commercial Papers und

auch Loans (Main Street Lending Program). Im Rahmen dieser Programme können auch Anleihen von Unternehmen gekauft werden, deren Rating durch die Krise in den High Yield-Bereich gefallen ist. Zusätzlich werden Notes von Bundesstaaten, Counties und Städten aufgekauft (Municipal Liquidity Facility).

Renditen ausgewählter Rentenmarktsegmente in Prozent



Damit hat die Notenbank viel Druck vom Kreditmarkt genommen. So ist es dem angeschlagenen US-Flugzeugbauer **Boeing** zuletzt gelungen, 25 Mrd. US-Dollar am Kapitalmarkt einzusammeln und damit Staatshilfen vorerst abzuwenden. Neben dem Kreditmarkt, der zwischenzeitlich Anzeichen systemischen Stresses zeigte, war auf dem Hochpunkt der Nervosität zudem ein **Mangel an US-Dollar-Liquidität** zu verzeichnen. Dieses Problem hat die Fed ebenfalls adressiert, indem durch die Ausweitung von Swap-Linien anderen Notenbanken Zugriff auf US-Dollar-Liquidität gewährt wurde.

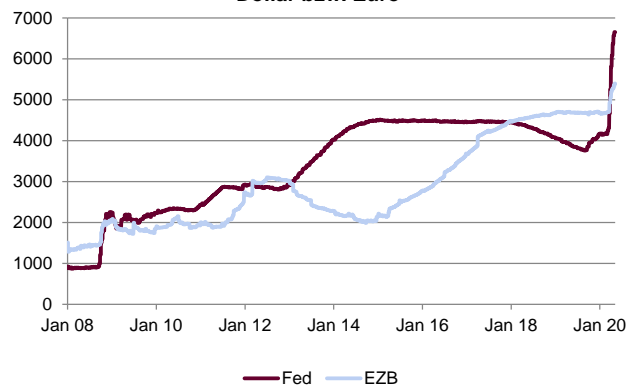
In Europa ist die EZB in erster Linie damit beschäftigt, die Währungsunion zusammen zu halten. Denn auch hier war bei den **Renditeaufschlägen der Peripherieanleihen** bereits systemischer Stress zu erkennen. Mit einem neuen Anleihekaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), das zunächst 750 Mrd. Euro umfassen soll und zusätzlich zu dem bestehenden, um

120 Mrd. Euro aufgestockten Asset Purchase Programme läuft (APP), konnte die Situation vorerst entspannt werden. Die EZB hat allerdings mit der Implementierung des PEPP **einige rote Linien** überschritten. Sie kauft nun auch griechische Staatsanleihen, weicht bei der Gewichtung der Käufe von ihrem Kapitalschlüssel ab und überschreitet die Emittentengrenze, die bisher bei 33 Prozent lag. Dies könnte nach dem Urteil des **Bundesverfassungsgerichts** vom Dienstag dieser Woche noch zu Problemen führen, wenn zu erwartende Klagen gegen das neue Programm in der Zukunft verhandelt werden. Aber aus heutiger Sicht waren beide Notenbanken bei der **unmittelbaren Krisenbekämpfung** sehr erfolgreich.

Bei dem zweiten Ziel geht es darum, nach der Eindämmung der systemischen Risiken die **Konjunkturerholung zu unterstützen**. Dazu werden die Zinsen vorerst auf ihren tiefen Niveaus bleiben. In Europa hat die EZB mit einer Lockerung der Konditionen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) sowie der Neuauflage attraktiv verzinsten sogenannter Pandemic Emergency Long-Term Refinancing Operation (PELTRO) kürzlich eine **indirekte Zinssenkung** beschlossen. In den USA hat die Fed sehr schnell die Zinsen um 150 Basispunkte auf eine Spanne zwischen null und 0,25 Prozent abgesenkt. Mit diesen Maßnahmen soll die Kreditvergabe angekurbelt werden, um die Liquidität der Unternehmen und Privatpersonen zu sichern. Bereits im März zeigen Daten der EZB, dass der **Kreditbedarf** angestiegen ist. Um auch die Banken in die Lage zu versetzen, eine ausreichende Menge an Krediten vergeben zu können, haben die Regulierungsbehörden weltweit die **Eigenkapitalanforderungen gelockert**. Dies ist möglich, weil die Banken heute gut kapitalisiert sind. Allein in Europa sind durch Erleichterungen etwa 450

Mrd. Euro zusätzliches mögliches Kreditvolumen verfügbar gemacht worden.

Bilanzsummen der Fed und der EZB in Mrd. US-Dollar bzw. Euro



Die Anleihekaufprogramme dienen auch dem zweiten Ziel und sollen die **Liquidität** auf hohen und die **längerfristigen Zinsen** auf tiefen Niveaus halten. Um die eigene Entschlossenheit zu untermauern, hat die Fed das QE-Programm unlimitiert ausgestaltet und bisher deutlich stärker interveniert als die EZB. Die EZB dürfte aber bald nachlegen und das **Volumen des PEPP** erhöhen, da das vorgesehene Gesamtvolumen bei gleichbleibendem Tempo der Anleihekäufe im September erreicht wird. Die Krise hat bisher gezeigt, dass die Notenbanken auch bei Zinsen nahe Null in der Lage sind, dem Markt durch gezielte Eingriffe **Vertrauen** zurück zu geben und die Funktion als **letzte Kreditinstanz glaubhaft zu vertreten**. Die Fehler, die zur Großen Depression geführt haben, hat man bisher vermieden. Inwieweit nun die **konjunkturelle Erholung** gelingen kann, hängt nicht nur von der Entwicklung des Infektionsgeschehens ab, sondern auch von der Unterstützung durch die Fiskalpolitik.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319
 Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2020

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.