

Sonderbericht

Pandemie-Update Nr. 9: „Zweite Welle“ in den USA bedroht Erholungs- szenario



25. Juni 2020

Das Wichtigste in Kürze: Die weltweiten Neuinfektionen sind in den vergangenen Wochen weiter angestiegen. Besonders betroffen sind unverändert Südamerika und die Golfstaaten, daneben auch Indien und Russland sowie zuletzt verstärkt Südafrika. Vor allem der Wiederanstieg der Neuinfektionen in den USA bereitet uns Sorgen. Er konzentriert sich auf die bevölkerungsreichen südlichen Bundesstaaten Kalifornien, Texas und Florida. Eigentlich müssten hier längst neue Lockdown-Maßnahmen verhängt werden, doch die Politik scheint diesen Schritt nicht vollziehen zu wollen. Die Nachricht über neue Beschränkungen in bestimmten Teilen der USA würde die Kapitalmärkte vermutlich nicht unberührt lassen.

Daneben bestimmen immer mehr der US-Präsidentenwahlkampf und der damit verbundene „Fallout“ die Schlagzeilen. Zuletzt kam der Handelsstreit zwischen den USA und Europa wieder auf die Agenda. Donald Trump droht den Europäern erneut mit Zöllen. Abgesehen von diesen Meldungen verläuft die wirtschaftliche Erholung bislang zufriedenstellend. Die Stimmungsindikatoren weisen nach dem Einbruch im März und April seit Mai beziehungsweise Juni nach oben, und Beobachter zerbrechen sich den Kopf darüber, welcher Buchstabe als Symbol für den zu erwartenden Verlauf des Wirtschaftswachstums am geeignetsten ist. Oben auf der Rangliste steht ein „schiefes Wurzelzeichen“, also eine schnelle Erholung, welche die Wirtschaft jedoch auf ein niedrigeres Niveau führt als vor der Krise.

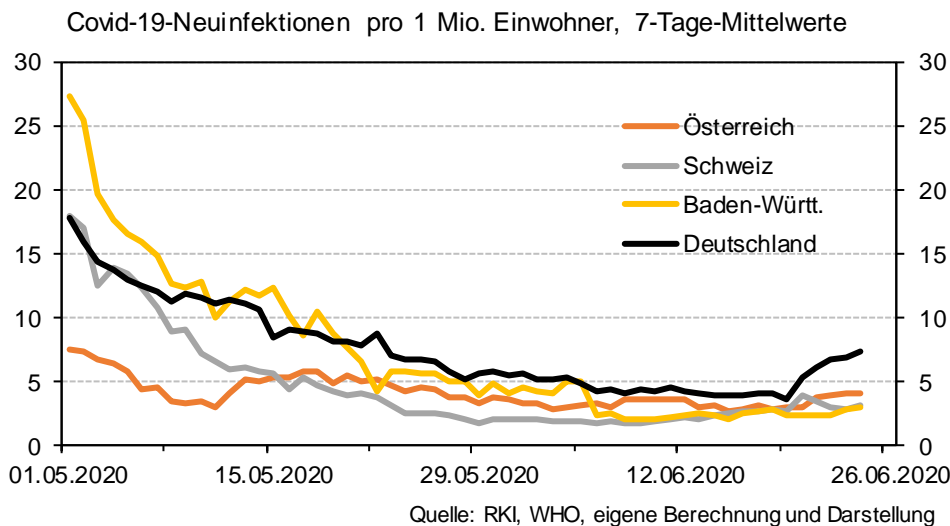
Unterdessen gehen die Anleihekäufe der Zentralbanken weiter. Die Betrachtung der wöchentlichen Bilanzzahlen der US-Notenbank Fed zeigt, dass die Aktivitäten auf dem Markt für Unternehmensanleihen bislang sehr bescheiden ausfallen. Der Ankündigungseffekt reichte aus, um die Börsen zu beruhigen. Dagegen können die zwar deutlich abgesenkten, aber immer noch recht hohen Käufe von Staatsanleihen als Versuch interpretiert werden, das Zinsniveau in den USA auch im Bereich der langen Laufzeiten systematisch zu drücken. Möglicherweise vollzieht sich damit ein schleichender Übergang zu einer Zinskurvenkontrolle.

- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. Pandemie-Entwicklung und Lageeinschätzung

In den letzten Tagen ließen Schlagzeilen über einen deutlichen Wiederanstieg der Neuinfektionen in Deutschland aufhorchen. Das Robert-Koch-Institut berechnete sogar eine Basisreproduktionszahl R_0 in Höhe von fast 2,8, wonach 100 infizierte Personen im Durchschnitt 280 bislang gesunde anstecken würden. Bei näherem Hinsehen ist die Lage hierzulande zwar nicht gut, aber auch nicht unbedingt dramatisch. In den letzten sieben Tagen wurden in der Bundesrepublik insgesamt 4.315 Neuinfektionen gemeldet. Dies ist ein Anstieg um 84 % gegenüber den sieben Tagen davor. Anders ausgedrückt stiegen die täglichen Neuinfektionen von etwa 3,9 Personen auf etwa 7,3 Personen pro eine Million Einwohner an, wenn man den gleitenden 7-Tage-Mittelwert betrachtet (siehe Chart).

Anstieg der Neuinfektionen in Deutschland auf niedrigem Niveau...



Der Schwerpunkt des Infektionsgeschehens lag dabei, wie in den Medien breit und ausführlich berichtet, auf Betrieben der fleischverarbeitenden Industrie und einzelnen Wohnquartieren in der nördlichen Hälfte Deutschlands. Es handelt sich demnach um ein zwar nicht zu unterschätzendes, aber bislang tendenziell örtlich beschränktes Problem. Eine größere Gefahr würde sich erst ergeben, wenn die dort Infizierten das Virus in anderen Teilen der Republik und darüber hinaus verteilen würden, wie das mutmaßliche Untertauchen einzelner Personen befürchten lässt. Die letzten Wochen zeigen nämlich, dass angesichts steigender Temperaturen und einer allgemeinen Corona-Müdigkeit in der Bevölkerung auf den Einkaufsstraßen, in den Biergärten und an den Arbeitsplätzen immer mehr eine „Normalisierung“ des Lebens unter weitgehender Missachtung der Vorsichtsregeln stattfindet. Ansteckungen sind damit wieder leichter möglich.

...konzentriert sich auf einzelne Betriebe und Wohnquartiere.

Vielleicht würde es zur Abschreckung gegen Leichtsinns helfen, die Menschen stärker als bislang auf mögliche langfristige Folgeschäden einer Corona-Erkrankung hinzuweisen. Gemäß verschiedener Untersuchungen sind sogenannte diffuse Alveolarschäden, also Zerstörungen an den Lungenbläschen möglich. Sie können eine Abnahme der für das Atmen notwendigen Elastizität des Gewebes verursachen. Dazu kommt das massive Auftreten von Blutgerinnseln in der Lunge, was bei normalen Lungenentzündungen ungewöhnlich sei. Wie sich

Langfristige Gesundheitsschäden möglich.

so etwas langfristig bei Genesenen auswirkt, beispielsweise bei betroffenen jungen Menschen, wurde bislang aber noch nicht untersucht. Die genannten Befunde stammen von obduzierten Toten.

Positiv zu interpretieren sind dagegen jüngere Forschungsergebnisse über sogenannte Super-Spreader. Demnach könne man grob sagen, dass ungefähr 80 % der Neuinfektionen auf 20 % der Virusträger zurückgehen, die aus bislang ungeklärter Ursache besonders ansteckend sind. Umgekehrt würden 80 % der bislang Erkrankten keine anderen Menschen anstecken. Manche Forscher gehen deshalb davon aus, dass die Covid-19-Pandemie von selbst auslaufen wird, wenn in einem Gebiet nur noch wenige Menschen infiziert sind. Ein jüngst veröffentlichtes Testergebnis von rund 2.000 Menschen aus Gütersloh, die nicht in Fleischbetrieben arbeiten, ergab übrigens nur eine positiv getestete Person.

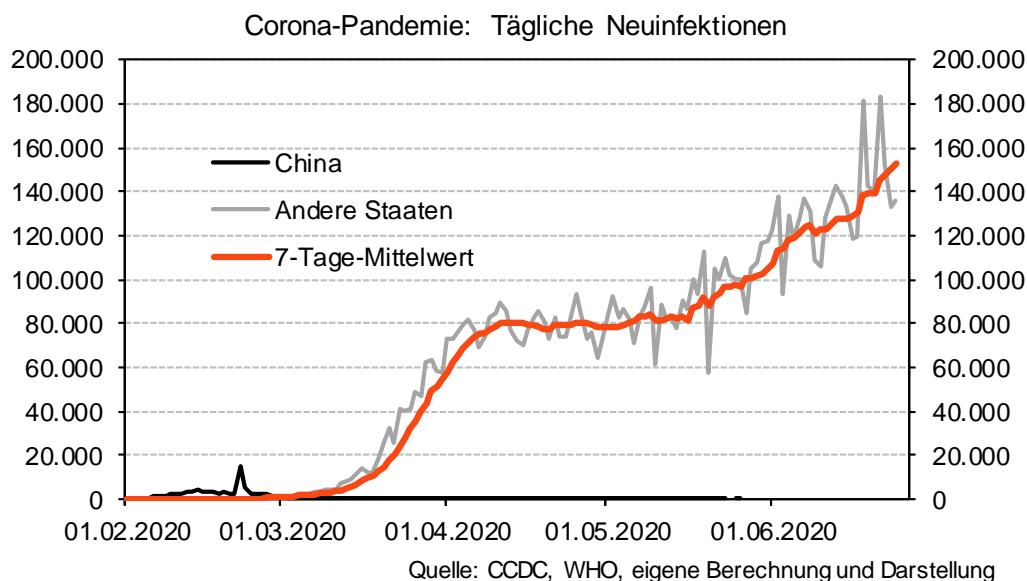
Großteil der Infektionen geht auf „Super-Spreader“ zurück.

Eine gewisse Corona-Müdigkeit kann zwischenzeitlich auch den Behörden unterstellt werden. So scheut Baden-Württemberg und daneben auch Hamburg und Brandenburg seit Mitte des Monats die Arbeit, an Wochenenden aktuelle Daten an das Robert-Koch-Institut weiterzuleiten. Dies gefährdet zwar keine Menschenleben. Die ohnehin schon starken Schwankungen der täglichen Zahlen durch Meldeverzögerungen werden damit aber noch größer. Und dies erklärt auch das oben genannte Hochschnellen der Reproduktionszahl R_0 auf einen Wert von 2,8. Da das Robert-Koch-Institut bislang immer das Geschehen der letzten vier Tage mit den vier Tagen davor abgleicht, werden so Wellenberge mit Wellentälern verglichen. Die gemäß Theorie durchaus plausible Nutzung von kurzen Vergleichszeiträumen zur Erlangung eines möglichst zeitnahen Abbilds des Geschehens stößt so an die Grenzen des wirklichen Lebens. Ärgerlich ist dabei, dass der häufige Wechsel von niedrigen und hohen Zahlen ein falsches Bild in der Öffentlichkeit hinterlässt bis hin zu der Behauptung, die Lockdown-Maßnahmen waren unnötig, da R_0 bereits im März nahe bei 1,0 gewesen sei.

Meldeverzögerungen nehmen zu.

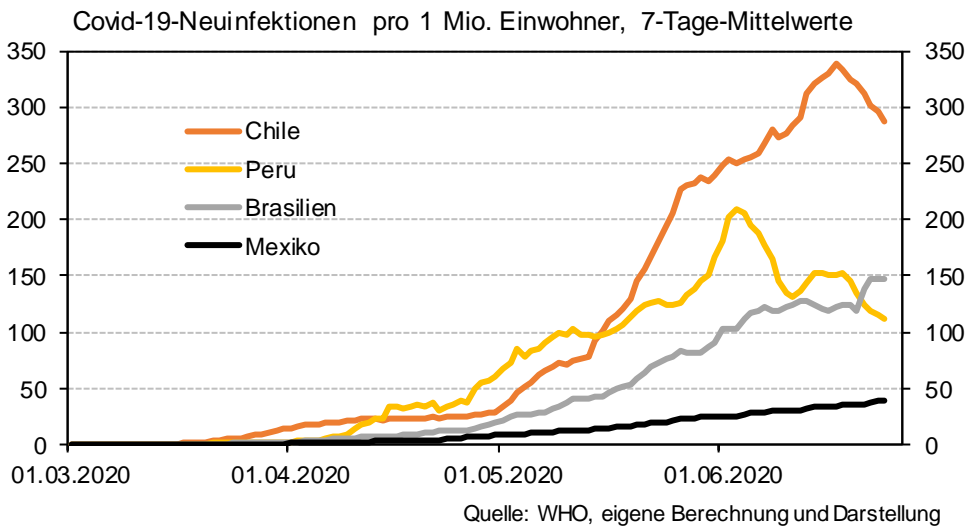
Global betrachtet verbreitet sich das Virus seit Mitte Mai leider schneller. Im Durchschnitt der letzten sieben Tage beliefen sich die Neuinfektionen auf 152.000 pro Tag (siehe Chart).

Weltweit etwa 150.000 Neuinfektionen pro Tag.



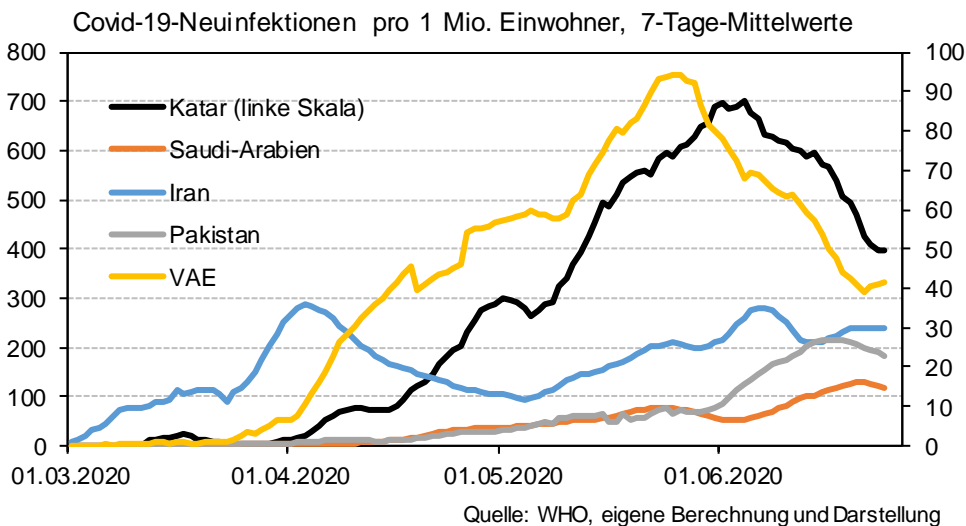
Das Infektionsgeschehen ist dabei geografisch höchst unterschiedlich verteilt. Besonders stark betroffen ist weiterhin Süd- und Mittelamerika. In Brasilien wurden bislang mehr als 1,1 Mio. Menschen positiv getestet. Der von uns berechnete 7-Tage-Mittelwert der Neuinfektionen liegt hier bei 147 Personen pro eine Million Einwohner. Vernachlässigt man die unbekannte Dunkelziffer, dann stecken sich dort aktuell also mehr als doppelt so viele Menschen an wie in Deutschland Anfang April auf dem Höhepunkt der hiesigen Epidemie.

Stark betroffen ist Brasilien...



Der Andenstaat Peru erreichte seit Anfang des Monats erfreulicherweise eine Eindämmung auf zuletzt 111 Neuinfektionen pro eine Million Einwohner. Positiv war die Entwicklung zuletzt auch in Chile, wobei das Niveau mit 287 Neuinfektionen im 7-Tage-Mittelwert pro eine Million Einwohner immer noch erschreckend hoch ausfällt.

...sowie dessen Nachbarstaaten.



Weiterhin ebenfalls stark betroffen ist die Region rund um den Persischen Golf. Immerhin ergaben sich für Katar und die Vereinigten Arabischen Emirate seit Monatsanfang deutliche Besserungen (siehe Grafik oben). Die „zweite Welle“ im Iran ist dagegen noch nicht wirklich abgeebbt. Nachdem man die Epidemie bis Anfang Mai relativ gut in den Griff bekam, führten Lockerungsmaßnahmen zu einem Wiederanstieg.

Golfregion ist ebenfalls Krisen-Hotspot.

Ein Infektionsschwerpunkt ist daneben auch Indien, wo im Durchschnitt der letzten sieben Tage etwa 14.000 Personen pro Tag positiv getestet wurden. Für Südafrika liegt der Wert bei 4.200 Personen bei stark steigender Tendenz. Für Russland ergab sich zwar ein erfreulicher Rückgang von absolut etwa 8.800 Neuinfektionen pro Tag Anfang des Monats beziehungsweise 60 pro eine Million Einwohner auf absolut circa 7.600 beziehungsweise 52 pro eine Million. Eine wirkliche Eindämmung sieht jedoch anders aus, weshalb es bemerkenswert ist, dass Präsident Putin die Siegesparade zum 75. Jahrestag des Kriegsendes mit tausenden ungeschützten Teilnehmern in dieser Woche durchführen ließ. Ob diese verkappte Werbeveranstaltung für das am Wochenende anstehende Verfassungsreferendum größere Konsequenzen nach sich zieht, werden die Neuinfektionszahlen in ungefähr zehn Tagen zeigen.

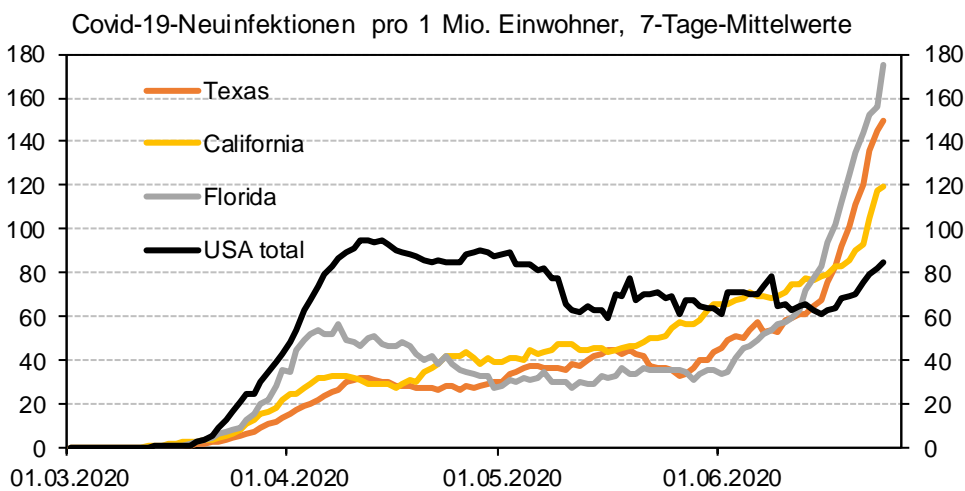
Im Osten nichts Neues.

Was für Russland gilt, ist für die USA kaum anders. Wie schon mehrfach in den letzten Ausgaben unseres Sonderberichts geschildert, kamen die dortigen Lockerungsmaßnahmen angesichts der weiterhin hohen Neuinfektionen viel zu früh. Und hierin liegt ein echtes Risiko für die Entwicklung der Weltwirtschaft und der Kapitalmärkte in den kommenden Monaten, da die USA im Gegensatz zu den vorgenannten Staaten ein hohes ökonomisches Gewicht aufweisen.

Lockerungen in den USA erfolgten zu früh.

Seit Mitte des Monats erhöhte sich die Anzahl der täglichen Neuinfektionen in den USA von etwa 60 pro eine Million Einwohner auf zuletzt 85 im 7-Tage-Mittelwert. Getragen wurde dieser Anstieg vor allem durch eine explosionsartige Zunahme in den bevölkerungsreichen südlichen Bundesstaaten Florida, Texas und Kalifornien (siehe Grafik). Neue Höchststände wurden auch für Arizona, Mississippi, Nevada und Oklahoma gemeldet.

Bundesstaaten im Süden verzeichnen explosionsartige Zunahme.



Quelle: WHO, eigene Berechnung und Darstellung

Dass der Wert für die USA nicht noch stärker hochschnellt, liegt vor allem an der weiterhin rückläufigen Entwicklung an der vormals stark betroffenen Ostküste. Verschiedene Atlantik- und Neuenglandstaaten, darunter New York und Connecticut, erließen bereits Quarantänevorschriften für Einreisende aus den südlichen Risikogebieten. Die Ursachen für die Malaise bleiben bislang unklar. Es wird vor allem über eine Mischung aus Unbedachtheit der Bevölkerung bei gleichzeitigen Lockerungen, den Großdemonstrationen der vergangenen Wochen und überfüllten Stränden gemutmaßt.

Entspannung an (nördlicher) US-Ostküste.

Unabhängig von den Ursachen sieht es so aus, als ob neue Lockdown-Maßnahmen in verschiedenen Bundesstaaten nur eine Frage der Zeit sind. Die Signalwirkung für die Märkte könnte verheerend sein. Bislang zeichnet sich aber noch nichts ab. Floridas Gouverneur Ron DeSantis drohte am Dienstag lediglich damit, dass Bars und Restaurants ihre Lizenz verlieren könnten, wenn sie die Regeln für das Social Distancing verletzen würden.

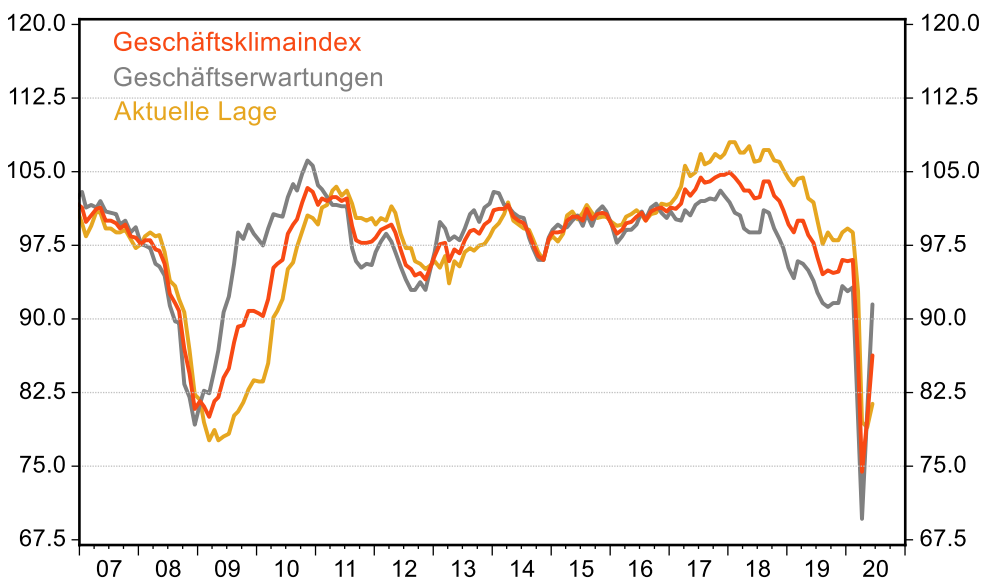
Die Politik lässt sich Zeit.

2. Konjunkturlage

Relativ kurz abhandeln lässt sich das Bild über die derzeitige konjunkturelle Lage in Deutschland und der Welt. Nach dem scharfen Einbruch im März und April schossen einige Stimmungsindikatoren fast V-förmig mit den Zahlen für Mai beziehungsweise Juni wieder nach oben. Zu nennen sind beispielsweise der ZEW-Erwartungsindex für Deutschland beziehungsweise die Eurozone oder bezogen auf die USA der Empire State Manufacturing-Index, der Richmond Fed Herstellerindex oder der Chicago Fed National Activity-Index. Die positiven Resultate ergeben sich teilweise aber durch die Berechnungsmethode als Diffusionsindex. Grob vereinfacht lässt sich sagen, dass die Wirtschaft in Europa und auch in den USA auf dem Wege der Besserung ist, aber dass die Erwartungen der tatsächlichen Lage vorausseilen. Ähnliches gilt bekanntlich auch für die Kapitalmärkte.

Stimmungsindikatoren weisen nach oben.

Deutschland: ifo Index



Quelle: Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung/Haver Analytics

Das in dieser Woche veröffentlichte ifo-Geschäftsklima unterstreicht diese Einschätzung. Der Gesamtindex verbesserte sich um 6,5 Zähler auf 86,2 Punkte. Dabei legten die Erwartungen weiter zu, während sich die Lageeinschätzung kaum aus ihrem Tal herausbewegte. Nach 78,9 Punkten im Mai wurde nun ein Stand von 81,3 Punkten ermittelt. Sollte das Infektionsgeschehen in Europa in den kommenden Monaten niedrig bleiben beziehungsweise absinken, dann ist eine weitere Verbesserung sehr wahrscheinlich. Getrübt wird das Bild allerdings durch die oben beschriebene „zweite Welle“ in den USA und den damit verbundenen Risiken. Hinzu kommt das jüngste Anfachen des Handelsstreits

Lage bessert sich, bleibt allerdings gedrückt.

zwischen der EU und den USA. In Washington erwägt man neue Zölle gegen die EU und das Vereinigte Königreich im Jahreswert von 3,1 Mrd. US-Dollar zu verhängen. Betroffen sein könnten Oliven, Gin, Bier, Lastkraftwagen und Molkereiprodukte. Freie Hand für diesen Schritt hätten die USA aufgrund eines schon ein paar Monate alten Urteils der Welthandelsorganisation, die unzulässige Subventionen der Europäer für den heimischen Flugzeugbau feststellte. Ein Verfahren gegen die USA aufgrund mutmaßlicher Subventionen für Boeing steht dagegen noch aus. Außerdem denkt US-Präsident Trump über Zölle auf europäische Autos nach. Angesichts zuletzt deutlich sinkender Umfragewerte für die anstehende Präsidentschaftswahl rechnen Beobachter damit, dass Trump in den kommenden Wochen den Handelskonflikt weiter anheizen und damit von der Corona-Pandemie im Inland ablenken könnte.

Der Handelsstreit geht in eine neue Runde.

3. Die Aktivitäten der Fed auf den Anleihemärkten

Bereits seit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/09 beziehungsweise spätestens seit der Eurokrise ab 2010 greifen die Notenbanken nicht mehr allein durch Veränderungen ihrer Leitzinsen in das Geschehen ein. Sie nehmen bekanntlich auch Anleihekäufe zur Beeinflussung der Marktzinsen vor. Dies wurde ursprünglich als „unkonventionelle Maßnahme“ bezeichnet, doch mittlerweile gelten entsprechende Kaufprogramme als normaler Bestandteil des geldpolitischen Instrumentenkastens. Letztlich bleibt den Zentralbanken in der Not auch kaum etwas anderes übrig, da die Leitzinsen vielfach schon bei null angekommen sind und die Verfügbarkeit von Bargeld ein Absenken der Zinssätze deutlich unter null bislang (noch) verhindert. Und auch wenn es gute Argumente gibt, die Anleihekäufe grundsätzlich sehr skeptisch zu betrachten, zeigen sich selbst Kritiker angesichts der Corona-Krise aktuell eher verständnisvoll. In den letzten Monaten wurden bekanntlich umfassende neue Programme in vielen Volkswirtschaften angekündigt beziehungsweise schon umgesetzt.

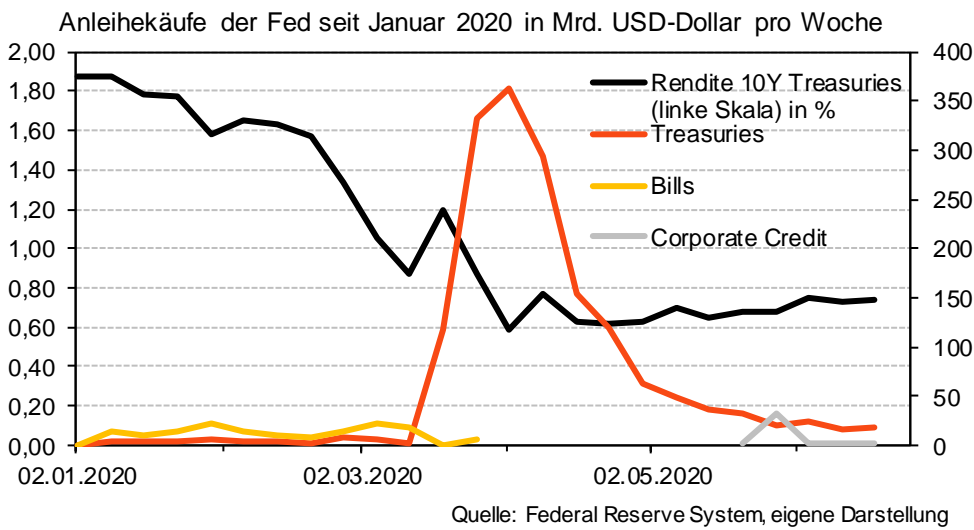
Anleihekäufe sind „normales“ Instrument geworden...

Für Anleger ergibt sich daraus die Frage nach den Konsequenzen für die Rentenmärkte und das allgemeine Zinsniveau. Weltweit an erster Stelle der am stärksten tätigen Notenbanken stehen die USA, weshalb sich hier ein genauer Blick besonders lohnt. Immerhin blähte die Federal Reserve ihre Bilanzsumme innerhalb kürzester Zeit um rund 70 % auf, und mit zuletzt 7.200 Mrd. US-Dollar macht diese knapp ein Drittel des 2019 erreichten Bruttoinlandsproduktes der USA aus. Die Europäische Zentralbank kommt dagegen „nur“ auf ein Plus von 20 % seit Beginn der Corona-Pandemie. Hierzulande entspricht das Niveau der Bilanzsumme nicht zuletzt aufgrund der umfassenden Anleihekäufe unter dem Regime Mario Draghis allerdings bereits 47 % des BIPs der Eurozone. Im Jahr 2007 und damit vor der Finanz- und Wirtschaftskrise lagen die beiden Notenbanken übrigens noch bei 6 % (Fed) beziehungsweise 13 % (EZB).

...und werden in der Corona-Krise verstärkt eingesetzt.

Die wöchentlichen Bilanzausweise des US-Notenbanksystems erlauben es, die Entwicklung seit Ausbruch der Pandemie sehr gut nachzuverfolgen. In der unten stehenden Grafik sind einerseits die Anleihekäufe in Mrd. US-Dollar pro Woche (rechte Achse) und gleichzeitig die Entwicklung der Rendite von US-Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit (linke Achse, in %) als wichtige Richtgrößen des Marktes abgebildet.

Einblicke in die Fed-Bilanz.



Gut erkennbar ist, wie sich die seit Jahresanfang ohnehin leicht rückläufige Tendenz der Rendite 10-jähriger Treasuries ab Ende Februar bei einem Ausgangswert von ungefähr 1,60 % drastisch beschleunigte. Die rasche Verbreitung des Virus in Italien verdeutlichte zu diesem Zeitpunkt, dass sich die Epidemie nicht mehr auf ihr Herkunftsland China beschränken ließ. Die Aktienmärkte gerieten vor diesem Hintergrund in den freien Fall, während Anleihen von Staaten guter Bonität als Zufluchtsort gefragt waren. Deren Kurssteigerungen werden hier spiegelbildlich durch den Renditerückgang ausgedrückt. Durch die Nutzung von Wochenwerten nicht abgebildet ist das Erreichen eines neuen intraday-Allzeittiefstandes von 0,31 % am 9. März.

Historischer Rendite-einbruch...

Innerhalb von nur zwei Wochen setzte dann ein Zurückschnellen ein. Am 19. März erreichte die Rendite im Tagesverlauf ein Zwischenhoch bei 1,27 %. Ein Grund hierfür war möglicherweise das dringende Liquiditätsbedürfnis vieler institutioneller Anleger. Sichere Staatsanleihen werden schließlich bereits seit dem 19. Jahrhundert von internationalen Großbanken bis hinunter zur kleinsten Sparkasse als leicht veräußerbare beziehungsweise lombardierbare und gleichzeitig verzinsliche Reserve gehalten.

...und Hochschnellen während der Krise...

Zu diesem Zeitpunkt setzten dann die umfassenden Aktivitäten der Fed ein beziehungsweise eine Verschiebung des Fokus. Seit den Geldmarkturbulenzen im Sommer 2019 erwarb die Notenbank hauptsächlich kurzlaufende Schatzanweisungen, die sogenannten T-Bills, um dem Interbankenmarkt Kapital zuzuführen. Diese Aktivitäten wurden Ende März komplett eingestellt. Stattdessen erwarb die Fed ab Mitte März in exorbitantem Umfang Staatsanleihen mit längerer Laufzeit. Den höchsten Wert erreichte sie in der Woche zum 1. April, als für 360 Mrd. US-Dollar Treasuries erworben wurden. Dieses Volumen entspricht umgerechnet immerhin etwa 1.100 US-Dollar pro Woche und Einwohner in den USA. In der Folgezeit wurden die Käufe deutlich zurückgefahren. Bei einem Wert von circa 20 Mrd. US-Dollar pro Woche fand dann am 10. Juni ein Einfrieren des Niveaus statt. Notenbankchef Powell gab nach der Sitzung des Offenmarktausschusses bekannt, dass die Treasuries-Käufe auf unbestimmte Zeit in der erreichten Höhe oder bei Bedarf in höherem Umfang weitergeführt werden sollen.

...lockte die Fed auf den Plan.

Wie sind diese Schritte zu bewerten? Zunächst einmal ist festzuhalten, dass die US-Notenbank ihre Aufgabe als „Geldgeber der letzten Instanz“ mustergültig erfüllte. Angesichts der durchaus als panisch zu beschreibenden Situation im März mit Hamsterkäufen in den Supermärkten und hoffnungslos überforderten Politikern zogen viele Unternehmen der Realwirtschaft aus Sorge vor zukünftigen Liquiditätsengpässen ihre Kreditlinien bei den Geschäftsbanken. Vielerorts steckte offenbar noch die Erfahrung mit dem Schrecken der Bankenkrise nach der Lehman-Pleite 2008 in den Knochen. Selbst kleine Gewerbetreibende deckten sich plötzlich mit Bargeld ein, wovon der Anstieg der entsprechenden Geldmengenaggregate ein Zeugnis abgibt. Hätte die Fed nicht gehandelt, wäre aus der Panik möglicherweise wie in einer Kettenreaktion eine Bankenkrise entstanden, die alles verschlimmert hätte. Für exakt solche Feuerwehreinsätze wurde die Fed nach den verheerenden Erfahrungen der Krise von 1907 im Jahr 1913 gegründet.

Fed verhindert Bankenkrise...

Daneben kann man die Anleihekäufe durchaus auch als geldpolitische Maßnahme interpretieren. Die Fed senkte ihr Leitzinszielband in zwei Schritten am 3. März und am 16. März um insgesamt 1,5 Prozentpunkte auf 0,00 % bis 0,25 %. Indem sie gleichzeitig die Rendite der Staatsanleihen drückte, verhalf sie ihrem Willen zu einem niedrigeren Zinsniveau auch im Bereich der längeren Laufzeiten zum Durchbruch.

...und sorgt für niedrige Zinsen...

Wer die Anleihekäufe als vollkommen lautere Aktion der Notenbank im Rahmen ihres Mandats interpretieren möchte, hat somit gute Argumente. Jenseits des Atlantiks ist aber ebenso gut wie hier in Euroland auch eine andere Sichtweise möglich: Die Notenbank finanziert die zusätzlichen Staatsausgaben durch die Krise schlichtweg mit der Notenpresse. Und sie hilft der Regierung bei der Bewältigung der Schuldenlast, indem sie das Renditeniveau wirkungsvoll auf ein bestimmtes, sehr niedriges Niveau drückt. Seit Ende März pendelt die Rendite der 10-jährigen Treasuries nur noch in einem engen Band zwischen gut 0,5 % und knapp 0,9 % seitwärts. Die Fed hat ihre Anleihekäufe also nur so weit reduziert, wie dies möglich war, ohne dass es zu einem deutlichen Renditeanstieg kommt.

...und ausreichend Liquidität in der Staatskasse.

Insofern ließe sich sagen, dass sich die Notenbank in den USA bereits an „Yield Curve Control“, also eine Zinsstrukturkurvenfestlegung, angenähert hat. Diese neue Form der Geldpolitik wird seit Herbst 2016 in Japan eingesetzt und seit März 2020 auch in Australien. Und es ist kein Geheimnis, dass die Fed derzeit über eine Änderung ihrer geldpolitischen Strategie und die Einführung einer Vorgabe für die Zinsstruktur nachdenkt. Im Offenmarktausschuss gelten Richard Clarida (Vize-Präsident), John Williams (New York Fed) und Lael Brainard als Anhänger dieses Ansatzes für Zeiten mit niedrigen Zinsen. Angesichts der Entwicklung seit März wäre dieser Schritt weg vom ursprünglich freien Spiel zwischen Angebot und Nachfrage hin zu einer zentral geplanten und relativ strikten Festlegung der Zinsen für alle Laufzeiten nur noch klein.

Schritte in Richtung Zinskurvenkontrolle?

Hinsichtlich des Zinsniveaus in den USA lässt sich als Zwischenfazit jedenfalls festhalten, dass auf absehbare Zeit keine Steigerungen zu erwarten sind. Für diese Einschätzung sprechen mehrere Argumente: In den vergangenen Jahren hat sich die Nutzung einer sogenannten „Forward Guidance“, durchgesetzt, also eine Art Selbstbindung der Notenbanken an ein bestimmtes Zinsniveau. Damit soll vor allem der Realwirtschaft die Sorge vor dem theoretisch jederzeit möglichen Zinsänderungsrisiko genommen werden, was laut Lehrbuch die Investitionsneigung stützen soll. Aber obwohl die Natur der Corona-Krise bereits

Die Zinsen dürften auf absehbare Zeit im Keller bleiben.

im März beziehungsweise April eine Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2020 erwarten ließ, gab die Fed erneut das Ziel langfristig unveränderter Leitzinsen als Foreward Guidance aus. Eigentlich ist dieses Instrument für langanhaltende Rezessionen gedacht. Außerdem sind die Notenbanken ohnehin sehr träge, wenn es um Leitzinsanhebungen geht.

Drittens könnte man in bewusster Verdrehung der offiziellen Grundsätze behaupten, dass das eigentliche Ziel der Notenbank darin besteht, der Regierung günstige Finanzierungsbedingungen zu ermöglichen. Ein Anstieg der Rendite 10-jähriger Treasuries in Richtung 1%-Marke in den kommenden Monaten ist zwar gut möglich. Aber einen zu starken Anstieg dürfte die Fed, wie oben gezeigt, durch eine Erhöhung ihrer Anleihekäufe zu verhindern wissen. In der Summe dürfte dieses Verhalten dann auch eine gewisse Abstrahlwirkung auf Europa entfalten. Oder anders ausgedrückt: Die EZB erwies sich zumindest in der letzten Dekade als noch weniger offen gegenüber einem Zinsanstieg als die Fed.

EZB ist noch mutloser als Fed.

Die Unterschiede zwischen den Renditeniveaus je nach Restlaufzeit sicherer Anleihen stellen eine Dimension des Marktes dar. Eine andere Dimension sind die abweichenden Renditeniveaus je nach Bonität des Emittenten im Fall von Unternehmensanleihen. Auch auf diesem Markt ist die Fed als Folge der Corona-Krise tätig. Wie bereits im *Sonderbericht Pandemie-Update Nr. 3* vom 26. März erläutert, kreierte die Fed als Krisenreaktion eine Vielzahl neuer Kreditprogramme zur Liquiditätsversorgung des Bankensystems und zur Stützung von Kommunen, Privathaushalten und Unternehmen. Hierunter stehen zwei Einrichtungen besonders hervor, die „Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)“ und die „Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)“.

Fed kreierte Kaufprogramme für Corporate Bonds.

Im Grund genommen handelt es sich in beiden Fällen um Programme zum Ankauf von Unternehmensanleihen, einmal für bereits gehandelte Papiere und zweitens um Schuldverschreibungen, die direkt ab Emission erworben werden sollen. Eigentlich ist der Notenbank nach Artikel 13 ihrer Statuten eine solche Tätigkeit untersagt. Im vorliegenden Fall wird jedoch ein rechtliches Schlupfloch in Absatz 3 der Rechtsgrundlage und eine besondere Konstruktion genutzt: Die Notenbank kauft die Wertpapiere nicht selbst, sondern ließ durch ihre New Yorker Dependence eine Zweckgesellschaft hierfür einrichten, die mit Notenbankkrediten und außerdem mit einer Art Grundkapital durch das Finanzministerium ausgestattet wurde. Als Special Purpose Vehicle (SPV) fungiert im vorliegenden Fall die „Corporate Credit Facilities LLC“, also eine Limited Liability Company, ungefähr vergleichbar mit einer deutschen Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Sie ist für beide Programme zum Kauf von Unternehmensanleihen zuständig. Für die anderen neuen Fazilitäten wurden übrigens weitere LLCs ins Leben gerufen, welche die Namen der jeweiligen Programme tragen.

Nutzung von LLCs als Zweckgesellschaften.

Das vom Parlament beschlossene „Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act“ sieht die Zahlung von 50 Mrd. US-Dollar des Finanzministeriums für das Primärmarktprogramm und weitere 25 Mrd. US-Dollar für das Sekundärmarktprogramm vor. Da diese Mittel mithilfe der Notenbankkredite höchstens zehnfach gehebelt werden dürfen, ergibt sich nach aktuellem Stand somit eine Obergrenze für den Anleihekauf in Höhe von 750 Mrd. US-Dollar. Dieser Wert ist aber nur eine theoretische Größe. Der zehnfache Hebel gilt nämlich nur für Papiere mit einem Investment Grade-Rating. Der CCF LLC ist es daneben im Rahmen einer „Fallen Angel“-Regel auch erlaubt, Unternehmensanleihen auf Ramschniveau zu erwerben, wenn diese zum Stichtag

Eigenmittel des US-Schatzamtes werden gehebelt eingesetzt.

am 22. März ein Investment Grade-Rating hatten und infolge der Corona-Krise auf ein Niveau von schlechtestenfalls BB- beziehungsweise Ba3 abrutschten. In diesem Fall darf das Grundkapital aus dem Finanzministerium nur siebenfach gehebelt werden. Es ist übrigens auch möglich, Bond-ETFs bis hin zu High-Yield-Fonds und syndizierte Kredite zu kaufen.

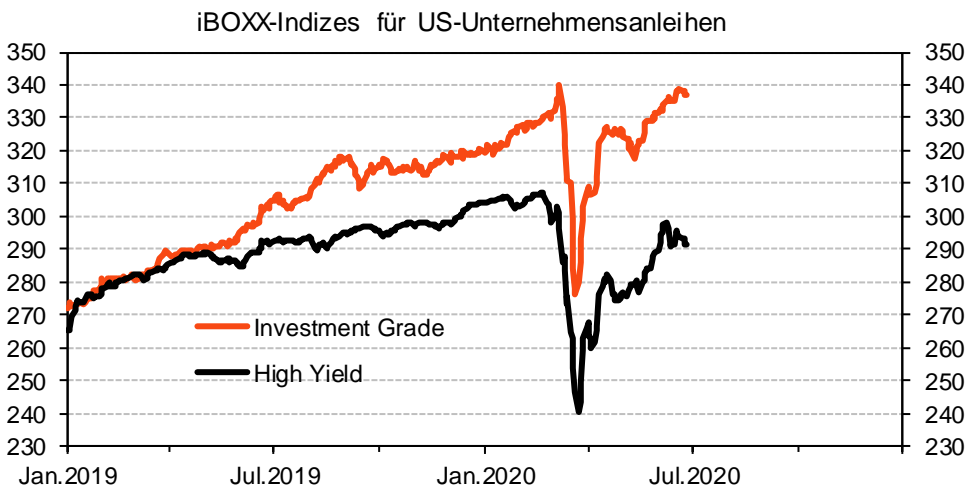
Auch Ramschanleihen stehen auf der Einkaufsliste.

Nur nebenbei sei angemerkt, dass es sich bei der Eigenkapitalausstattung des US-Schatzamtes natürlich auch nur um Geld aus der elektronischen Druckerpresse der Notenbank handelt, das diese, wie oben gezeigt, über Anleihekäufe den Staat finanziert. Aber rechtlich gesehen wird der US-Steuerzahler über jenen Teil der Kapitalausstattung direkt in Mithaftung für etwaige Verluste der CCF LLC genommen.

Steuerzahler haften für Verluste.

Nach diesen langwierigen Erläuterungen lautet die wichtige Frage natürlich, was das PMCCF und das SMCCF bislang bewirkt haben. Die Antwort fällt widersprüchlich aus. Gemessen an den Zahlen des wöchentlichen Bilanzausweises der Fed passierte bislang kaum etwas. Für die CCF LLC wurde erstmals in der Woche zum 14. Mai ein kleiner Bestand in Höhe von 305 Mio. US-Dollar ausgewiesen. Dieser stieg dann schlagartig auf 34,8 Mrd. US-Dollar in der Woche zum 28. Mai an und betrug zuletzt 38,9 Mrd. US-Dollar. Gemessen an den Treasuries-Käufen ist das Volumen demnach vernachlässigbar (siehe auch Chart oben).

Bislang nur geringe Käufe.



Quelle: Haver Analytics, eigene Darstellung

Die Wirkung der beiden Programme liegt vielmehr im Ankündigungseffekt. Wie in der obigen Grafik erkennbar ist, brachen die Indizes für US-Investment Grade- und High Yield-Anleihen im März ein. Sie erholten sich aber deutlich schneller als die Aktienmärkte, insbesondere im Fall der Investment Grade-Anleihen, auf welche die Programme besonders abzielen. Doch selbst das Segment der High Yield-Anleihen mit Ramschniveau erholte sich prozentual bis Mitte April ebenso schnell wie der S&P 500-Aktienindex. Hierbei halfen natürlich auch die Käufe zahlreicher privater und institutioneller Anleger, die sich das spiegelbildlich hohe Zinsniveau bei gleichzeitig in Aussicht gestellter Absicherung durch die Fed nicht entgehen lassen wollten. Insofern offenbaren sich gewisse Parallelen zu der „Whatever it takes“-Ankündigung durch den damaligen EZB-Chef Draghi im Sommer 2012, die ohne weitere Handlungen zu einer Beruhigung der Euro-Staatsschuldenkrise führte.

Der Ankündigungseffekt dominierte.

Für das Commercial Paper Funding Program wies die Fed übrigens ein Volumen von zuletzt 12,8 Mrd. US-Dollar aus. Das Main Street Lending Programm wurde erst vor kurzem aktiviert und kommt auf 31,9 Mrd. US-Dollar. Die Fazilität für Gemeinden wurde bislang im Umfang von 16,1 Mrd. US-Dollar beansprucht. Und das Verbriefungsvehikel TALF II wurde bislang überhaupt noch nicht genutzt.

3. Fazit

Deutschland verzeichnet derzeit einen Anstieg der Neuinfektionen, doch in absoluten Zahlen gerechnet hält sich das Ausmaß bislang glücklicherweise in Grenzen. Viel größere Sorgen bereitet die Situation in den USA. Die Pensionärs-hochburg Florida weist derzeit umgerechnet auf die Bevölkerung ein stärkeres Infektionsgeschehen auf wie Spanien auf dem Höhepunkt der dortigen Krise. Und Texas sowie Kalifornien als Herz der IT-Industrie überschreiten bereits die damaligen Spitzenwerte aus Italien. Dabei erstaunt die Untätigkeit dieser Bundesstaaten. In Florida und Texas lässt sie sich noch mit der Parteizugehörigkeit der Gouverneure Ron DeSantis und Greg Abbott zu den Republikanern erklären. Die Konservativen stehen Lockdown-Maßnahmen seit Anbeginn sehr kritisch gegenüber. Aber Kalifornien ist seit dem Ende der Ära Schwarzenegger fest in demokratischer Hand. Der aktuelle Gouverneur, Gavin Newsom, erklärte bereits am 4. März wegen erster Corona-Fälle den Notstand für seinen Bundesstaat. Untätigkeit konnte man ihm auch in der Folgezeit nicht vorwerfen, allenfalls eine zu schnelle Lockerung.

Unabhängig von den Gründen für das Geschehen steht fest, dass sich im Süden der USA eine Krise zusammenbraut, die an den Börsen bislang noch nicht richtig eingepreist wurde. Die Ankündigung der Wiederkehr von Eindämmungsmaßnahmen dürfte zumindest die Aktienmärkte nicht unberührt lassen, die trotz der verhaltenen Kursentwicklung seit Anfang dieses Monats noch immer als überkauft angesehen können und deshalb anfällig für eine Korrektur sind. Verzichten die Regierungen in Sacramento, Austin und Tallahassee auf entsprechende Schritte, dann bedeutet dies nicht, dass die Gefahr von Kursrücksetzern gebannt wäre. Das Risiko würde lediglich zeitlich nach hinten verschoben und gleichzeitig die Wucht durch den weiteren Anstieg der Neuinfektionen vergrößert werden. Covid-19 lässt sich nicht aussitzen. Bis zu einem marktreifen Impfstoff ist der Weg noch weit.

Kleiner Anstieg in Deutschland,...

...aber beängstigende Entwicklung in den USA.

Der Aktienmarkt hat das Risiko noch nicht eingepreist.