

Die geldpolitischen Maßnahmen der EZB und der Fed im Zuge der Covid-19-Pandemie

Covid-19 hat zu einem massiven Einbruch der globalen Wirtschaft geführt und zugleich erhebliche Verwerfungen auf den Finanzmärkten verursacht. Als Reaktion haben Zentralbanken weitreichende Maßnahmen beschlossen, um die wirtschaftlichen Folgen der Krise abzumildern. Dieser Aufsatz analysiert die kürzlich beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen von EZB und Fed.



Prof. Dr. Ralf Fendel
ist Professor für Monetäre Ökonomie an der WHU-Otto Beisheim School of Management. Bevorzugte Forschungsgebiete: Monetäre Ökonomie, Finanzmärkte, Internationale Makroökonomik.



Dr. Frederik Neugebauer
war bis August 2020 wissenschaftlicher Mitarbeiter an der WHU-Otto Beisheim School of Management. Bevorzugte Forschungsgebiete: Geldpolitik, Finanzmärkte.

Summary: Covid-19 has led to a massive slump in the global economy while causing significant turmoil in financial markets. In response, central banks have adopted far-reaching measures to mitigate the economic impact of the crisis. This article analyzes the recently adopted monetary policy measures by the ECB and the Fed.

Stichwörter: Covid-19, EZB, Fed, geldpolitische Maßnahmen

1. Hintergrund der aktuellen geldpolitischen Maßnahmen

Die Corona-Pandemie hat weltweit zu einem erheblichen **Einbruch der Wirtschaftsleistung** geführt. Temporäre Unternehmensschließungen, die Annullierung öffentlicher Veranstaltungen sowie die Ausgangsbeschränkungen und

die „Work-from-home“-Politik haben einen tiefen wirtschaftlichen Abschwung von noch ungewisser Dauer und Tiefe ausgelöst. In diesem Zuge sind die Arbeitslosenzahlen weltweit stark angestiegen. Zugleich kam es an den **Finanzmärkten** aufgrund hoher Unsicherheit zu erheblichen Verwerfungen.

Infolgedessen haben Zentralbanken weltweit zeitnah massive **geldpolitische Unterstützungsmaßnahmen** auf den Weg gebracht. Diese sollen die Finanzmärkte stabilisieren und – neben den ebenfalls ergriffenen fiskalischen Maßnahmen in Form von Kredit- und Ausgabenprogrammen – den Abschwung eindämmen bzw. zur Erholung der Volkswirtschaften beitragen. Das Ausmaß übertrifft bisherige Programme deutlich. *Cavallino und De Fiore (2020)* schätzen den Anstieg der Zentralbankbilanzen für die größten entwickelten Volkswirtschaften allein bis Ende 2020 auf 15 bis 23 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Im Folgenden werden die bisher getroffenen geldpolitischen Maßnahmen der **Europäischen Zentralbank (EZB)** und der **Federal Reserve (Fed)** eingehend erläutert und diskutiert. Aufgrund der Vielzahl an beschlossenen Maßnahmen wird auf eine explizite individuelle Quellenangabe zu einzelnen Maßnahmen verzichtet. Alle vorgestellten Informationen finden sich in den jeweiligen Pressemitteilungen von *EZB (2020)* und *Fed (2020)*. Der Informationsstand dieses Beitrags ist einschließlich Juni 2020. In der Folgezeit könnten allerdings abhängig von der Krisenentwicklung noch weitere Maßnahmen ergriffen werden, welche am Ende des Beitrags perspektivisch skizziert werden.

2. Die Maßnahmen der EZB

2.1. Zinspolitik und Forward Guidance

Normalerweise ist der **Zinssatz des Hauptrefinanzierungsgeschäfts** das zentrale geldpolitische Instrument der EZB. Im Zuge der Auswirkungen der globalen Finanzkrise

liegt dieser allerdings schon seit geraumer Zeit bei 0,00 %. Auch die beiden flankierenden Zinssätze der **Einlagenfazität** und der **Spitzenrefinanzierung** haben mit -0,5 % bzw. 0,25 % bereits eine Art unteres Limit erreicht. Hinsichtlich des negativen Einlagenzinses ist zu beachten, dass im Zuge der Politik, die als 'Tiering' bezeichnet wird, die Geschäftsbanken für einen wesentlichen Teil ihrer Einlagen diesen Strafzins nicht zahlen müssen. Im Rahmen eines zweistufigen Systems wurde hierzu eine neue Vergütungsstruktur mit zwei unterschiedlichen Sätzen eingeführt, die für verschiedene Teile der überschüssigen Reserverguthaben der Kreditinstitute gelten.

Zwar sehen einige Beobachter noch einen wenn auch nur geringen Spielraum für weitere Zinssenkungen tiefer hinein in den negativen Bereich, jedoch hat die EZB im Zuge der Corona-Pandemie bisher auf weitere Zinssenkungen verzichtet (Stand 30. Juni 2020). Vielmehr setzt sie – wie schon seit der globalen Finanzkrise – auf unkonventionelle geldpolitische Instrumente. Hierzu zählt auch das Instrument der **Forward Guidance**, also die Kommunikation der zukünftigen Zinsenentscheidungen, um somit über Zinserwartungen der Marktteilnehmer gemäß der Erwartungstheorie der Zinsstruktur auch Einfluss auf die mittel- bis langfristigen Zinsen (d. h. für Investitionen und Konsum relevanteren Laufzeiten) Einfluss nehmen zu können. So kommuniziert die EZB derzeit, dass das zukünftige Niveau der von ihr gesetzten Zinsen „*will remain at their present or lower levels until it has seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2 percent within its projection horizon, and such convergence has been consistently reflected in underlying inflation dynamics*“. An dieser Aussage hat sich im Zuge der aktuellen Krise prinzipiell nichts verändert.

2.2. Fortsetzung des bestehenden Anleiheankaufprogramms

Bereits vor der Covid-19-Krise kaufte die EZB im Rahmen des bestehenden **Programms zum Erwerb von Vermögenswerten** (Asset Purchase Programme, APP) monatlich in Höhe von zuletzt 20 Milliarden Euro Wertpapiere in Form von Staatsanleihen, Anleihen regionaler und lokaler Gebietskörperschaften, Unternehmensanleihen, Asset-Backed Securities und Pfandbriefen. Dieses unkonventionelle geldpolitische Instrument wird als **Quantitative Lockerung** (Quantitative Easing, QE) bezeichnet. Eigentlich sollte dieses Instrument auslaufen, nachdem die EZB in den Jahren zuvor höhere monatliche Ankaufziele hatte (60 Mrd. €) und diese im Rahmen ihrer Exit-Strategie bereits abgesenkt hatte. Als erste Reaktion auf die Krise kündigte die EZB am 12. März 2020 nunmehr an, dass sie im Rahmen des APP monatlich weitere 120 Milliarden Euro aufkaufen werde.

Das bereits bzw. noch bestehende QE-Programm der EZB wurde also wieder intensiviert.

2.3. Das Pandemie-Notkaufprogramm (PEPP)

Nur wenige Tage nach der Entscheidung zur Intensivierung des APP und in Anbetracht der zu diesem Zeitpunkt erheblichen negativen Dynamik der Pandemie hat die EZB am 18. März 2020 ein mit 750 Milliarden Euro ausgestattetes **Pandemie-Notkaufprogramm** (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) gestartet, das bis zum Ende der Covid-19-Krise, mindestens aber bis Ende 2020 laufen soll. Die Vermögenswerte, die im Rahmen des PEPP gekauft werden sollen, sind im Großen und Ganzen dieselben wie unter dem QE Programm: Der größte Teil geht an nationale und regionale Staatsanleihen (darunter zum ersten Mal und anders als im APP auch griechische Staatsschulden), supranationale Schuldtitel und verschiedene Arten von Anleihen des privaten Sektors. Im Gegensatz zum APP werden im Rahmen des PEPP auch „Commercial Papers“ (kurzfristige Schuldverschreibungen) gekauft, die von nichtfinanziellen Unternehmen ausgegeben werden. Am 4. Juni 2020 erhöhte die EZB nochmals den maximalen Umfang ihrer Käufe von Staatsanleihen im Rahmen des PEPP um weitere 600 Milliarden Euro auf 1.350 Milliarden Euro und verlängerte den Horizont für diese Käufe mindestens bis Ende Juni 2021.

Die EZB betont, dass sie im Rahmen des PEPP eine gewisse Flexibilität bei den Käufen über die verschiedenen Anlageklassen hinweg und zwischen den Gerichtsbarkeiten walten lassen möchte. So ist die EZB z. B. nicht wie bei den bisherigen Anleiheankaufprogrammen an ihren **Kapitalschlüssel** gebunden. Im Rahmen des APP wurden die Käufe von Staatsanleihen im Verhältnis zu der Höhe des Kapitalbeitrags der nationalen Zentralbanken der einzelnen Länder an die EZB, dem so genannten Kapitalschlüssel, gestaffelt, welcher die Wirtschaftskraft der Eurozonenländer reflektieren soll. Im Rahmen des PEPP will die EZB diese Regel nur noch im Durchschnitt weiterhin befolgen. Die erhöhte Flexibilität impliziert auch eine mögliche Abweichung von der bisherigen Regel, wonach sie nicht mehr als ein Drittel der ausstehenden Staatsschulden eines Mitgliedslandes kaufen darf. Diese Aufweichung der bisher geltenden strikten Aufkaufregeln lässt sich auch darin begründen, dass es der EZB u. U. sonst gar nicht möglich wäre, diese erheblichen Summen aufzukaufen, weil Marktvolumina u. U. begrenzt sind.

2.4. Erleichterungen und Anreize für den Geschäftsbankensektor

Am 30. April 2020 erweiterte die EZB ebenfalls als Reaktion auf die Covid-19-Krise ihre **gezielten längerfristigen Re-**

finanzierungsgeschäfte (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTROs). Im Rahmen der TLTROs bietet die EZB den Banken günstige, langfristige Kredite mit Anreizen an, die Mittel gezielt für die Kreditvergabe an Verbraucher und Unternehmen im Euroraum zu verwenden. Banken können nun drei Jahre lang Kredite zu einem Zinssatz von minus 0,5 Prozent aufnehmen. Darüber hinaus „zahlen“ Banken, die Unternehmen und Verbrauchern Kredite ab einer bestimmten Schwelle gewähren, sogar einen noch niedrigeren Zinssatz von bis zu minus ein Prozent. Mit anderen Worten, die EZB bezahlt die Geschäftsbanken dafür, dass diese sich bei der Zentralbank Geld leihen, in der Hoffnung, dass dies die Geschäftsbanken dazu ermutigt, dieses Geld weiter zu verleihen. Der Betrag, den sich die Banken individuell bei der EZB leihen dürfen, hängt auch davon ab, wie viel sie wiederum dem Privatsektor verleihen. Die EZB hat diesen Höchstbetrag im Zuge der Krise von 30 auf 50 Prozent der ausstehenden Verbraucher- und Geschäftskredite der betreffenden Bank angehoben. Die Inanspruchnahme war jedoch bisher eher gering, da während einer Pandemie kaum rentable Investitions- bzw. Kreditmöglichkeiten vorhanden sind. Das reichlich vorhandene Kreditangebot ist bisher also nicht auf die entsprechende Kreditnachfrage getroffen.

Ebenfalls am 30. April 2020 kündigte die EZB sogenannte **pandemische längerfristige Notfall-Refinanzierungsgeschäfte** (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations, PELTROs) an. Diese sollen den Geschäftsbanken (und Geldmarktfonds) bis Ende September 2021 ausreichend Liquidität zur Verfügung stellen. Die PELTROs ermöglichen jenen Geschäftsbanken mit einem Kreditportfolio, welches nicht für die zuvor erläuterten TLTROs in Frage kommt (wie etwa Hypothekenkredite und Kredite an öffentliche Einrichtungen) sowie den Geschäftsbanken, die die TLTRO-Limits bereits ausgeschöpft haben, weiterhin Zugang zu sehr günstiger Liquidität.

Auch in ihrer **Rolle als Bankenaufseher** für die Eurozone hat die EZB im Zuge der Covid-19-Krise Maßnahmen ergriffen, um die Kreditvergabekapazitäten der Banken zu erhöhen und die Finanzierungsmärkte zu unterstützen. Konkret wurden Anforderungen an das Eigenkapital gelockert. Am 12. März 2020 kündigte die EZB an, dass die Banken die Kapital- und Liquiditätspuffer, die sie in den letzten Jahren im Zuge einer strengeren Regulierung angesammelt haben, nunmehr zur Kreditvergabe an Verbraucher, Unternehmen und andere Banken nutzen dürfen. Diese Veränderung der Anforderungen an die Eigenkapitalhinterlegung beläuft sich auf etwa 120 Milliarden Euro an „neuem“ bzw. freierwerdendem Kapital im Bankensektor der Eurozone, das nun verwendet werden kann, um Verluste aufzufangen oder bis zu 1,8 Billionen Euro an zusätzlichen Krediten zu finanzieren. Von den Banken wird allerdings erwartet, dass sie ihr

zusätzliches Kapital zur Unterstützung des privaten Nichtbankensektors einsetzen und den gewährten finanziellen Spielraum nicht dazu nutzen, Dividendenzahlungen zu erhöhen oder Aktienrückkäufe zu tätigen.

Am 20. März 2020 hat die EZB zudem die Regeln gelockert, nach denen Darlehen als sogenannte **„notleidende Kredite“** klassifiziert werden müssen. Typischerweise müssen Banken bei der Vergabe von Krediten strenge regulatorische Regeln befolgen. Sie sollten Geld nur an solche Kunden verleihen, die in der Lage sind, die Kredite zu bedienen bzw. zurückzuzahlen, und sie müssen dies über die Laufzeit des Kredits beobachten (sogenanntes „Monitoring“). Sollten Probleme seitens des Kreditnehmers auftreten, muss ein Kredit als „notleidend“ eingestuft werden und das erhöhte Risiko mit mehr Eigenkapital aufgewogen werden. Aufgrund der Erwartung, dass im Zuge der Covid-19-Krise sogar bisher erstklassige Kreditnehmer vorübergehend (und weitgehend unverschuldet) Schwierigkeiten haben werden, ihre Kredite zu bedienen, haben die Banken aufgrund dieser Lockerung nun mehr Flexibilität bei der Einstufung von Krediten als notleidend. Diese Maßnahme hängt somit auch mit der Senkung des Liquiditätspuffers zusammen, denn je mehr Eigenkapital die Banken zur Deckung der mit den notleidenden Krediten verbundenen (zu erwartenden) Verluste zurücklegen müssen, desto weniger Mittel stehen ihnen für andere Kredite zur Verfügung.

Die EZB hat zudem die Anforderungen an **zu hinterlegende Sicherheiten** für die Refinanzierung gelockert. Wenn die EZB über das zuvor erwähnte TLTRO oder andere Refinanzierungsprogramme Kredite an Banken vergibt, verlangt sie von den Banken hochwertige Sicherheiten in Form von Wertpapieren. Um den Banken die Teilnahme an den Programmen zu erleichtern, hat die EZB die Liste jener Vermögenswerte erweitert, die sie als Sicherheiten anerkennt. Zunächst am 7. April 2020 und nochmals erweitert am 22. April 2020 hat die EZB angekündigt, eine umfangreichere Palette nicht marktfähiger Aktiva – einschließlich staatlich garantierter Kredite, Kredite minderer Qualität und Kredite für kleine Unternehmen – nunmehr als Sicherheiten zu akzeptieren. Darunter fallen auch griechische Staatsschuldtitel, die aufgrund ihres Status als „non investment grade“ zuvor nicht als anrechenbare Sicherheiten galten. Sogenannte **„Fallen Angel“-Anleihen**, d. h. Anleihen, die kürzlich ihr Investment-Grade-Rating verloren haben, werden nun auch als Sicherheit akzeptiert. Banken, die an PELTROs teilnehmen, profitieren ebenfalls von diesen Maßnahmen zur Lockerung der Sicherheiten. Neben der Qualität hat die EZB auch die Höhe der erforderlichen Sicherheiten, die über den Kreditbetrag hinaus für seine Kreditprogramme erforderlich sind, reduziert. Damit hat die EZB signalisiert, dass sie bereit ist, ihre **Risikotoleranz** vorübergehend zu erhöhen, damit die Banken Zugang zu

den Liquiditätsoperationen der EZB haben. Im Gegensatz zur Fed sind jedoch alle Kreditfazilitäten der EZB voll regressfähig, d. h. eine Geschäftsbank muss zahlen, wenn sich die Sicherheiten als wertlos erweisen.

3. Die Maßnahmen der Fed

3.1. Zinspolitik und Forward Guidance

Das zentrale zinspolitische Instrument der Fed ist ein angestrebter Korridor für die sogenannte **Federal Fund Rate**. Dies ist der Zinssatz, den sich US-Geschäftsbanken untereinander zahlen, um sich über Nacht auf dem Interbankenmarkt Liquidität voneinander zu leihen. Die Fed legt einen Zielkorridor für diesen im Zuge ihrer geldpolitischen Entscheidungen fest und hält die Federal Fund Rate durch gezielte **Offenmarktgeschäfte** mit ausgewählten Marktteilnehmern („Primary Dealer“) in diesem Korridor. Im Gegensatz zur EZB bestand für die Fed hier noch Spielraum für Zinssenkungen. Im Zuge der Covid-19-Krise hat sie daher den Zielkorridor für die Federal Funds Rate seit dem 3. März 2020 um insgesamt 1,5 Prozentpunkte auf die Bandbreite von 0 bis 0,25 Prozent gesenkt. Damit hat sie binnen kurzer Zeit wiederum auch die Nullzinsgrenze erreicht. Die Federal Funds Rate ist der Leitzins der Fed und dient zugleich als wichtiger Richtwert für andere kurzfristige Zinssätze. Zudem wirkt sie sich auch auf die längerfristigen Zinssätze aus. Dieser Zinsschritt der Fed zielt somit darauf ab, die Kosten für die Aufnahme von Hypotheken, Autokrediten, Eigenheimkrediten und anderen Darlehen zu senken.

Wie andere Zentralbanken auch nutzt die Fed nicht zuletzt seit der globalen Finanzkrise und der folgenden großen Rezession auch das Instruments der **Forward Guidance**. Die Fed bietet durch eine entsprechende Kommunikationspolitik den Marktteilnehmern hierdurch eine Vorausschau auf das künftig zu erwartende Niveau ihres Leitzinses. Im Zuge der Krise hat die Fed parallel zu der zuvor beschriebenen Zinssenkung zusätzlich erklärt, dass die Zinsen niedrig bleiben werden *„until it is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals.“* Eine solche Vorausschau auf die Federal Fund Rate setzt gemäß der Erwartungstheorie der Zinsstruktur die längerfristigen Zinssätze unter Abwärtsdruck.

3.2. Fortsetzung des bestehenden Anleiheankaufprogramms

Wie auch die EZB greift die Fed nun wieder verstärkt auf ihr aus der Finanzkrise hervorgegangenes **Anleiheankaufprogramm** (QE-Programm) zurück. Sie hat den massiven An-

kauf von Wertpapieren wiederaufgenommen. Einzelne Segmente des US-amerikanischen Finanzmarktes wie etwa die Märkte für Schatzanweisungen und für hypothekarisch gesicherte Wertpapiere („mortgage-backed securities“) sind seit dem Ausbruch von Covid-19 weitgehend dysfunktional geworden. Die Maßnahmen der Fed zielen daher darauf ab, das reibungslose Funktionieren der Märkte wiederherzustellen, damit Kredite weiterhin fließen können. Da das US-amerikanische Finanzsystem ein eher marktbasierendes System ist (im Gegensatz zum europäischen bankbasierten Finanzsystem mit Geschäftsbanken als Intermediäre), achtet die Fed vorwiegend auf das Funktionieren der Märkte, während die EZB primär das Bankensystem im Blick hat.

Am 15. März 2020 erklärte die Fed, dass sie „in den kommenden Monaten“ mindestens 500 Milliarden Dollar an Schatzanweisungen und 200 Milliarden Dollar an staatlich garantierten hypothekenbesicherten Wertpapieren aufkaufen werde. Am 23. März 2020 machte sie die Käufe dann unbefristet und erklärte, sie werde Wertpapiere erwerben *„in the amounts needed to support smooth market functioning and effective transmission of monetary policy to broader financial conditions“*. In der Folge verbesserte sich die Marktfunktion und die Fed verlangsamte ihre Käufe bis April und Mai wieder. Am 10. Juni 2020 erklärte die Fed jedoch, dass sie bis auf weiteres monatlich mindestens 80 Milliarden Dollar an Schatzanweisungen und 40 Milliarden Dollar an hypothekarisch gesicherten Wertpapieren für Wohn- und Gewerbeimmobilien aufkaufen werde. Zwischen März 2020 und Juni 2020 hat sich der Bestand an direkt gehaltenen Wertpapieren in der Bilanz der Fed von 3,9 Billionen US-Dollar auf 6,1 Billionen US-Dollar erhöht.

3.3. Programme der Fed zur Stützung der Finanzmärkte

Durch die **Primary Dealer Credit Facility** (PDCF), ein Programm, das ebenfalls aus der globalen Finanzkrise stammt und nun wiederbelebt wurde, will die Fed die Liquiditätsversorgung sicherstellen. Im Zuge dieses Programms bietet die Fed 24 großen Finanzinstituten (den oben genannten „Primary Dealer“) Darlehen zu niedrigen Zinssätzen (derzeit 0,25 %) mit einer Laufzeit von bis zu 90 Tagen an. Die bevorzugten Händler müssen der Fed im Gegenzug Aktien und Schuldverschreibungen mit Investment-Grade-Rating, einschließlich Commercial Papers und Kommunalanleihen, als Sicherheit zur Verfügung stellen. Ziel ist es, die Kreditmärkte in einer Zeit des Stresses funktionsfähig zu halten, in der Institutionen und Einzelpersonen dazu neigen, risikoreiche Vermögenswerte zu meiden und bevorzugt Bargeld zu horten.

Die US-Notenbank hat die ebenfalls bereits in der Finanzkrise erprobte **Money Market Mutual Fund Liquidity Facility** (MMLF) wieder aufgelegt. Im Rahmen dieses Pro-

gramms leiht die Fed Banken gegen Sicherheiten Geld. Die Banken erwerben diese Sicherheiten von erstklassigen Geldmarktfonds, die wiederum in Commercial Papers sowie in Schatzpapiere investieren. Beim Ausbruch von Covid-19 zogen sich die Anleger massenhaft aus Geldmarktfonds zurück. Um den Abflüssen gerecht zu werden, verkauften diese Fonds Wertpapiere. Die Störungen auf den Finanzmärkten erschwerten jedoch den Verkauf, selbst wenn die Wertpapiere alle von hoher Qualität und mit sehr kurzen Laufzeiten waren (also mit geringem Risiko behaftet). Die Fed möchte durch diese Fazilität die Geldmarktfonds dabei unterstützen, die Rückzahlungsforderungen der privaten Haushalte und anderer Investoren zu erfüllen, wodurch auch das allgemeine Funktionieren des Markts und die Kreditversorgung der Wirtschaft insgesamt verbessert wird. Die Fed hat zudem den Umfang ihrer schon immer bestehenden **Repo-Geschäfte** erheblich ausgeweitet, um Bargeld auf die Geldmärkte zu leiten. Auf dem Repo-Markt leihen und verleihen Unternehmen kurzfristig (in der Regel über Nacht) Bargeld und Wertpapiere. Störungen auf dem Repo-Markt wirken sich auch auf die Federal Funds Rate aus. Die Fazilität der Fed stellt den Primärhändlern Bargeld im Tausch gegen Finanzmittel und andere staatlich gesicherte Wertpapiere zur Verfügung. Bevor die Covid-19-Turbulenzen die Märkte erschütterten, bot die Fed 100 Milliarden Dollar in Overnight-Repos und 20 Milliarden Dollar in zweiwöchigen Repos an. Sie hat das Programm inzwischen stark ausgeweitet, sowohl in den angebotenen Beträgen als auch in der Länge der Kredite, und bietet eine Billion Dollar in täglichen Overnight-Repos, 500 Milliarden Dollar in einem monatlichen und weitere 500 Milliarden Dollar in einem dreimonatigen Repo an.

3.4. Programme der Fed zur Unterstützung der Geschäftsbanken

Die Fed hat im Zuge der Krise die direkte Kreditvergabe an Banken, das sogenannte „**Discount Window**“ ausgeweitet. Die Fed senkte den Zinssatz, den Banken für diese Kredite zahlen, um 1,5 Prozentpunkte, von 1,75 Prozent auf nunmehr 0,25 Prozent. Er ist damit noch niedriger als während der Großen Rezession nach der globalen Finanzkrise 2007–08. Diese Kredite werden in der Regel über Nacht aufgenommen, das heißt, sie werden am Ende eines Tages aufgenommen und am nächsten Morgen zurückgezahlt. Mittlerweile hat die Fed die Laufzeiten auf 90 Tage verlängert. Die Banken verpfänden der Fed im Austausch gegen Bargeld eine Vielzahl von Sicherheiten (Wertpapiere, Kredite usw.), so dass die Fed bei der Vergabe dieser Kredite kein großes Risiko eingeht. Das Bargeld ermöglicht es den Banken, weiter zu funktionieren, d. h. die Einleger können weiterhin Guthaben abheben und die Banken können trotz des

Einlagenschwunds neue Kredite vergeben. US-Banken sind jedoch traditionell sehr zögerlich, das Discount Window zu nutzen, da dies bisher als negatives Zeichen gedeutet wird, weil nur solche Banken, die sich in einer akuten Liquiditätskrise befinden, das Instrument bisher nutzten. Das Discount Window hat den Ruf, (nur) ein Notfallkredit für angeschlagene Banken zu sein. Die Nutzung sendet also negative Signale aus. Um diesem Stigma entgegenzuwirken, haben sich (in Absprache mit der Fed) einige Großbanken dazu bereit erklärt, Kredite aus diesem Diskontfenster aufzunehmen.

Ähnlich wie im Euroraum kommt es auch in den USA zu einer vorübergehenden **Lockerung der regulatorischen Anforderungen** an Banken. Die nach der Finanzkrise eingeleiteten Reformen verlangten von den Banken, zusätzliches verlustabsorbierendes Kapital zu halten, um künftige Rettungsaktionen zu verhindern. Diese Kapitalpuffer können nun während eines Abschwungs zur Stimulierung der Kreditvergabe genutzt werden, und die Fed ermutigt die Banken, dies jetzt auch zu tun. Dies geschieht u. a. durch eine Modifikation der TLAC-Anforderung (Total Loss Absorbing Capacity), die Kapital und langfristige Verbindlichkeiten einschließt. Im Gegensatz zur EZB hat die Fed zudem die **Mindestreservepflicht** der Banken ausgesetzt, also den Prozentsatz der Einlagen, den die Banken als Reserven halten müssen. Auch diese Maßnahme gibt den Banken mehr Liquiditätsspielraum.

3.5. Programme der Fed zur Unterstützung von Nichtbanken

Die Fed vergibt nun direkte Kredite an große Unternehmen, was in einem zweistufigen Bankensystem normalerweise nicht der Fall ist. In einem bedeutenden Schritt (noch über ihre Programme der Finanzkrise hinaus) richtete die Fed am 23. März 2020 zwei neue Fazilitäten zur Unterstützung von US-Unternehmen mit gutem Kreditrating ein. Die **Primary Market Corporate Credit Facility** (PMCCF) ermöglicht es der Fed, Unternehmen direkt Kredite zu gewähren, indem sie neu emittierte Anleihen (auf dem Primärmarkt) aufkauft und somit direkte Darlehen vergibt. Die Kreditnehmer können zudem Zins- und Tilgungszahlungen mindestens für die ersten sechs Monate aufschieben, damit sie etwa auch ohne ausreichende Umsätze Mitarbeiter und Lieferanten bezahlen können. Während dieses Zeitraums dürfen die Unternehmen jedoch keine Dividenden zahlen oder eigene Aktien zurückkaufen. Im Rahmen der neuen **Secondary Market Corporate Credit Facility** (SMCCF) kann die Fed zudem sowohl bestehende Unternehmensanleihen als auch börsengehandelte Fonds, die in Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating investieren, auf dem Sekundärmarkt kaufen. Diese beiden neuen

Fazilitäten sollen Unternehmen den Zugang zu Krediten ermöglichen, so dass diese besser in der Lage sind, ihren Geschäftsbetrieb und ihre Kapazitäten während der Zeit der Covid-19-Verwerfungen aufrecht zu erhalten. Zunächst betrug das Volumen 100 Milliarden US-Dollar an neuen Finanzierungen. Am 9. April 2020 kündigte die Fed jedoch eine massive Ausweitung an. Die Fazilitäten werden nun um bis zu 750 Milliarden Dollar an Unternehmensschulden aufgestockt.

Der Markt für nicht besicherte kurzfristige Schuldverschreibungen („Commercial Papers“) hat in den USA ein enormes Volumen von etwa 1,2 Billionen Dollar. Auf diesem Markt geben Unternehmen kurzfristige Schuldverschreibungen vornehmlich zur Finanzierung ihres Tagesgeschäfts aus. Im Rahmen der **Commercial Paper Funding Facility (CPFF)**, ein weiteres wiederaufgenommenes Programm aus der globalen Finanzkrise, kauft die Fed solche Commercial Paper auf. Damit vergibt sie im Wesentlichen den Unternehmen direkt Kredite für bis zu drei Monate, und dies zu einem Zinssatz von 1 bis 2 Prozentpunkten über den Tagesgeldsätzen. Ein durch die Maßnahme verbesserter Markt für kurzfristige Schuldverschreibungen soll ebenfalls die Fähigkeit der Unternehmen verbessern, Beschäftigung und Investitionen während der Krise aufrechtzuerhalten.

Im Rahmen des sogenannten **Main Street Lending Program** hat die Fed am 9. April 2020 angekündigt, auch kleine Unternehmen („main street“) zu unterstützen. In der Folge wurde der Umfang sogar noch ausgeweitet, um noch mehr potenzielle Kreditnehmer einzubeziehen. Das Programm zielt darauf ab, jene Unternehmen zu unterstützen, die einerseits zu groß für das sogenannte ‚Paycheck Protection Program‘ (ein Fiskalprogramm der US-Regierung) sind, andererseits jedoch zu klein für die beiden bereits zuvor erläuterten Unternehmenskreditfazilitäten der Fed sind. Durch insgesamt drei Programme (der **New Loans Facility**, der **Expanded Loans Facility** und der **Priority Loans Facility**) wird die Fed bis zu 600 Milliarden US-Dollar in Form von Darlehen mit einer Laufzeit von fünf Jahren finanzieren. Unternehmen mit bis zu 15.000 Beschäftigten oder einem Jahresumsatz von bis zu 5 Milliarden US-Dollar können sich daran beteiligen.

3.6. Programme der Fed zur Unterstützung von Privathaushalten und Gebietskörperschaften

Die US-Notenbank hat am 23. März 2020 die ebenfalls in der globalen Finanzkrise schon angewendete **Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)** wiederaufgenommen. Durch diese Fazilität unterstützt die Fed indirekt die Kreditvergabe an private Haushalte, Verbraucher und kleine inhabergeführte Unternehmen, indem sie Kredite an die Halter von neu ausgegebenen, durch Kleinkredite besicher-

ten Wertpapiere gewährt. Zu diesen Kleinkrediten (die als Besicherung der Wertpapiere dienen) gehören z. B. Studentenkredite, Autokredite sowie Kreditkartenkredite.

Anders als noch in der Finanzkrise vergibt die Fed in der aktuellen auch Kredite direkt an Regierungen der Bundesstaaten und an Kommunen. Dies geschieht im Rahmen der am 9. April 2020 beschlossenen **Municipal Liquidity Facility**. Der Markt für Kommunalanleihen stand im März 2020 unter enormem Druck, und die Regierungen vieler Bundesstaaten und Kommunen hatten im Kampf gegen Covid-19 zunehmend Schwierigkeiten, Kredite aufzunehmen. Diese Fazilität der Fed bietet nun Darlehen für US-Bundesstaaten mit mindestens 500.000 Einwohnern und Städte mit mindestens 250.000 Einwohnern. Die Fed wird Bundesstaaten und Kommunen, die am 8. April 2020 (also vor dem Stichtag der Einführung der Fazilität) über ein Investment-Grade-Rating verfügten, bis zu 500 Milliarden US-Dollar verleihen. Im Austausch erhält sie Schuldverschreibungen mit Laufzeiten von weniger als drei Jahren, die an zukünftige Steuereinnahmen gebunden sind.

Die Fed nutzt zudem zwei ihrer bereits zuvor beschriebenen Kreditfazilitäten, um auch den **Markt für Kommunalanleihen** zu unterstützen. Sie erweiterte die zulässigen Sicherheiten für den Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF) um gut bewertete Kommunalanleihen. Zudem erweiterte sie die anerkennungsfähigen Sicherheiten für die **Commercial Paper Funding Facility (CPFF)** um hochwertige Commercial Paper, die mit staatlichen und kommunalen Wertpapieren unterlegt sind. Diese Schritte sollen liquide Mittel in den Markt für kommunale Schuldtitel leiten.

Abb. 1 fasst die erörterten Maßnahmen für EZB und Fed in chronologischer Reihenfolge zusammen. Während der globalen Finanzkrise ab 2007 hat die Fed frühzeitiger sowohl in quantitativer als auch in qualitativer Hinsicht gehandelt als die EZB. Demgegenüber reagieren beide Zentralbanken nun nahezu zeitgleich und ähnlich entschlossen auf die Corona-Pandemie ab März 2020.

4. Gemeinsame internationale Maßnahmen der Zentralbanken

Im Zuge der Covid-19-Krise haben führende Zentralbanken im Rahmen einer internationalen Kooperation **Swap-Linien** vereinbart. Dieses multinationale geldpolitische Instrument wurde bereits während der globalen Finanzkrise geschaffen, um Liquiditätsengpässen von Geschäftsbanken in Fremdwährung, die nicht von der eigenen nationalen Zentralbank abgedeckt werden können (ohne deren Währungsreserven anzubrechen), zu begegnen. So konnte etwa die EZB während der Finanzkrise im Rahmen dieser Swap-Linien kurzfristig Euro in Fremdwährungen umtauschen und

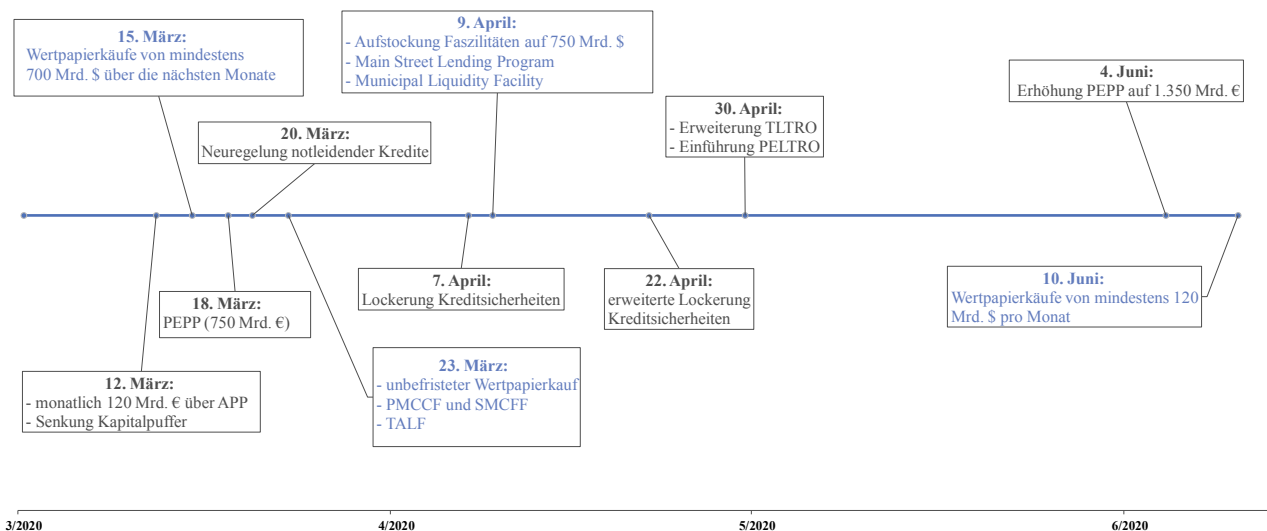


Abb. 1: Zeitleiste der beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen von EZB und Fed im Zeitraum März bis Juni 2020. Anmerkungen: Blau markierte Ereignisse kennzeichnen Maßnahmen der Fed, wohingegen die schwarz markierten Ereignisse Maßnahmen der EZB sind.

diese Währungen an Banken in der Eurozone ausleihen. Die Swap-Linien der EZB mit den Zentralbanken in Kanada, England, Japan, der Schweiz und den USA wurden nun wieder eingerichtet und auf die Zentralbanken von Bulgarien, Kroatien und Dänemark ausgeweitet. Wegen der Rolle, die der US-Dollar im internationalen Bankgeschäft spielt, ist die Swap-Linie der EZB mit der Federal Reserve hierbei besonders wichtig.

Die Pandemie hat für erheblichen Stress auf dem US-Dollar-Finanzierungsmarkt gesorgt, und europäische Banken hatten Schwierigkeiten, an US-Dollar zu gelangen. Die EZB bietet daher wöchentliche US-Dollar-Geschäfte mit einer Woche Laufzeit und 84 Tagen Laufzeit zu Zinssätzen, die leicht über dem Tagesgeldsatz liegen. Dieses Instrument wurde stark genutzt. Europäische Banken nahmen Kredite in einer Höhe von ca. 130 Milliarden Dollar innerhalb nur weniger Tage nach Wiedereröffnung der Swap-Linie auf.

Die Fed hat den Zinssatz, den sie für diese Swaps mit Zentralbanken in Kanada, England, der Eurozone, Japan und der Schweiz berechnet, gesenkt und die Laufzeit dieser Swaps verlängert. Sie hat die Swaps auch auf die Zentralbanken von Australien, Brasilien, Dänemark, Korea, Mexiko, Neuseeland, Norwegen, Singapur und Schweden ausgedehnt. Zudem bietet die Fed auch jenen Zentralbanken, die nicht über eine solche etablierte Swap-Linie verfügen, über eine neue Repo-Fazilität namens **FIMA** („foreign and international monetary authorities“) US-Dollar an. Die Fed gewährt diesen Zentralbanken Übernacht-Dollar-Kredite und verlangt im Gegenzug US-Staatsschuldtitel als Sicherheit. Am 25. Juni 2020 hat die EZB beschlossen, ebenfalls eine neue Repo-Fazilität anzubieten („Eurosystem repo facility for central banks“, EUREP).

5. Kritische Würdigung und Ausblick

Sowohl die EZB als auch die Fed haben angesichts der Corona-Pandemie weitreichende geldpolitische Maßnahmen ergriffen, die teils noch deutlich über das bisherige aus der globalen Finanzkrise bekannte Ausmaß hinausgehen. Sie wirken sowohl auf der Angebotsseite, indem Unternehmen mit zusätzlicher Liquidität unterstützt werden, als auch auf der Nachfrageseite durch vereinfachte Kreditvergabe an private Haushalte. Während die EZB aufgrund der wichtigen Rolle von Finanzintermediären in Europa vornehmlich den Bankensektor stärkt, greift die Fed gezielter auf den Finanzmärkten ein, da das US-amerikanische Finanzsystem ein eher marktbasierendes System ist. Zudem ist bei den Maßnahmen zu beachten, dass die Fed ein weiter gefasstes Mandat besitzt, welches auch explizit Beschäftigung und Wirtschaftswachstum beinhaltet, wohingegen das vorrangige Ziel der EZB die Preiswertstabilität ist. Wie schon in der globalen Finanzkrise (und im Falle der EZB in der folgenden Staatsschuldenkrise) dienen die Maßnahmen auch der Stärkung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus.

Die Maßnahmen, die nun im Zuge der Covid-19-Pandemie ergriffen werden, ähneln jenen während der globalen Finanzkrise. Anstatt wirklich neue Instrumente zu erproben, verlassen sich EZB und Fed also auf bereits bekannte und bewährte Instrumente, indem sie überwiegend bestehende Programme erweitern, aber weniger innovative Lösungen präsentieren. Fraglich ist, ob die diskutierten Maßnahmen ausreichen, dieser hinsichtlich der realwirtschaftlichen Auswirkungen größten Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit zu begegnen oder ein stärkerer Eingriff von Zentralbanken notwendig ist. Nicht wenige Beobachter erwarten eine zusätzliche Bankenkrise im Zuge massiv ausfallender Kredite

und Unternehmenspleiten. Diese unterscheidet sich also von der globalen Finanzkrise insofern, als dass die letztere ihren Ursprung im Finanzsektor hatte und auf die Realwirtschaft übersprang, während nunmehr die Abfolge umgekehrt ist.

Beim Vergleich der Maßnahmen von EZB und Fed müssen die institutionellen Rahmenbedingungen berücksichtigt werden. Die Fed als Zentralbank für einen Staat kann tendenziell schneller handeln als die EZB, welche Geldpolitik für 19 teils heterogene Mitgliedsstaaten gestaltet. Mittelfristig werden u. U. die beschriebenen Maßnahmen insbesondere der EZB wieder auf ihre Akzeptanz und rechtliche Zulässigkeit hin überprüft werden. Nicht zuletzt das Urteil des deutschen Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020 stellte in der jüngeren Vergangenheit letztere und damit den Handlungsspielraum der EZB hierbei prominent in Frage. *Neyer (2020)* schlägt daher ein zusätzliches Mandat für die EZB zur Gewährleistung von Finanzstabilität vor, damit derartige Rettungspakete in Zukunft zweifelsfrei konform mit den Statuten der EZB sind.

Die weitere Vorgehensweise der Zentralbanken wird maßgeblich von der weiteren Entwicklung der Corona-Pandemie sowie deren wirtschaftlichen Effekten abhängen. Diese ist jedoch mit großer Ungewissheit behaftet und u. U. regional sehr verschieden. Von daher kann man zurzeit nicht abschätzen, inwiefern die beschlossenen Maßnahmen ihre intendierte Wirkung entfalten bzw. ausreichen, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Mögliche Erweiterungen wären das sogenannte Helikoptergeld, welches bereits von *Milton*

Friedman (1949) skizziert wurde und nun von prominenten Ökonomen gefordert wird (siehe etwa *Jordi Galí, (2020)*). Auch finden Ansätze der sogenannten Modern Monetary Theory (MMT) zur expliziten Finanzierung von Staatsdefiziten durch die Zentralbank immer mehr Befürworter (siehe etwa *Peter Bofinger, (2020)*). Eine Erläuterung der Grundzüge der MMT bieten *Beck und Prinz (2019)*.

Literatur

Beck, H. und Prinz, A. (2019). Wie revolutionär ist die Modern Monetary Theory. *Wirtschaftsdienst*, Vol. 99(6), S. 415–420. (URL: <https://www.wirtschaftsdienst.eu/inhalt/jahr/2019/heft/6/beitrag/wie-revolutionaer-ist-die-modern-monetary-theory.html>).

Bofinger, P. (2020). Coronavirus crisis: now is the hour of MMT. CEPR & VoxEU's Covid-19 videocast series. Abrufbar unter URL: <https://voxeu.org/content/coronavirus-crisis-now-hour-mmt>.

Cavallino, P. und De Fiore, F. (2020). Central banks' response to Covid-19 in advanced economies, *BIS Bulletins*, 21, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (URL: <https://www.bis.org/publ/bisbull21.htm>).

Europäische Zentralbank (2020). Pressemitteilungen abrufbar unter URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/activities/mopo/html/index.en.html>

Federal Reserve System (2020). Pressemitteilungen abrufbar unter URL: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases.htm>.

Friedman, M. (1948). A Monetary and Fiscal Framework for Economic Stability. *The American Economic Review*, Vol. 38, S. 245–264.

Galí, J. (2020). Helicopter money: The time is now. *VoxEU.org*, 17. März 2020 (URL: <https://voxeu.org/article/helicopter-money-time-now>).

Neyer, U. (2020). Die geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems in der Corona-Krise. *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*. Ahead of Print. Online veröffentlicht: 13.05.2020. (URL: <https://www.degruyter.com/view/journals/pwp/ahead-of-print/article-10.1515-pwp-2020-0022/article-10.1515-pwp-2020-0022.xml>)