

## Wer soll das bezahlen?

**Die Corona-Krise reißt tiefe Löcher in viele Kassen. Doch es sind nicht nur Unternehmen und Privatpersonen, die unter der schwierigen wirtschaftlichen Situation leiden. Eine weitaus größere Last tragen weltweit die Staaten – bei täglich wachsenden Schuldenbergen. Aber ist das wirklich so schlimm? Bleiben nicht die übermächtigen Notenbanken als Retter in der Not, die in Krisenzeiten immer noch die Gelddruckmaschine anwerfen können? Wir werfen einen Blick auf die tatsächliche Kraft der Notenbanken und warum die Fiskalpolitik im wirtschaftlichen Erholungsgefüge eine entscheidende Rolle einnimmt.**

Besondere Zeiten erfordern besondere Maßnahmen. Und in der Corona-Krise erfordern sie vor allem viel Geld. Der Ausbruch der Corona-Pandemie und die weltweiten Lockdowns haben zu schweren Einbrüchen in der globalen Wirtschaft geführt. Der Neustart des Wirtschaftsmotors und die damit eingetretene Erholungsphase in den letzten Monaten wurde von zwei Hauptakteuren massiv unterstützt: Notenbanken und Staaten.

### Geldpolitik – Wenn man die Lust am Geldleihen verliert

In den Entwicklungen der letzten Monate ist die Entschlossenheit der Notenbanken förmlich spürbar. Die Europäische Zentralbank (EZB) lockert in der Corona-Krise ihren geldpolitischen Kurs weiter. Neben dem bereits länger laufenden Anleihenkaufprogramm (Asset Purchase Programme), bei dem monatlich mehr als EUR 20 Mrd. in Anleihen fließen, hat die EZB im März ein neues Anleihenkaufprogramm gestartet. Das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wurde zuletzt im Juni um EUR 600 Mrd. auf insgesamt EUR 1.350 Mrd. aufgestockt.

Auch auf der anderen Seite des Atlantiks legt sich die US-Notenbank FED ordentlich ins Zeug. Während Beschluss und Umsetzung der Leitzinssenkung in der Finanzkrise noch drei Monate dauerten, brauchte es in der jetzigen Krise lediglich zwei Wochen, um die Zinsen auf 0 % zu senken. Darüber hinaus hat die FED 2020 ein unlimitiertes Wertpapierkaufprogramm gestartet, das den grenzenlosen Kauf von US-Staatsanleihen und Pfandbriefen ermöglicht.

Doch so wichtig die geldpolitischen Schritte für die Erholung waren und sind, so deutlich zeigt sich nach vorne gerichtet allerdings auch, dass die Macht der Geldpolitik begrenzt ist. Dies liegt in erster Linie an den eigentlichen Stellhebeln, die eine Notenbank betätigen kann, um die Wirtschaft anzukurbeln.

Das wichtigste geldpolitische Instrument ist der Leitzinssatz. Er bestimmt den Preis für die Geldaufnahme und damit unweigerlich den Preis des Geldes selbst. Wenn eine Zentralbank die Geldpolitik also zur Ankurbelung der Wirtschaft einsetzt, senkt sie die kurzfristigen Zinsen und macht es dadurch Verbrauchern und Unternehmen einfacher, Kredite aufzunehmen.

Ab einem bestimmten Punkt verlieren niedrige Zinsen allerdings ihre „Zauberkraft“. Dann verlieren nämlich Verbraucher und Unternehmen die Lust am Geldleihen.

Selbst rekordtiefe Zinsen führen dann nicht dazu, dass der Impuls für die Kreditaufnahme stärker wird. Die Liquidität staut sich im Bankensystem. Dieser Effekt dehnt sich bei einer quantitativen Lockerung durch den Ankauf von Vermögenswerten durch die Notenbank weiter aus.



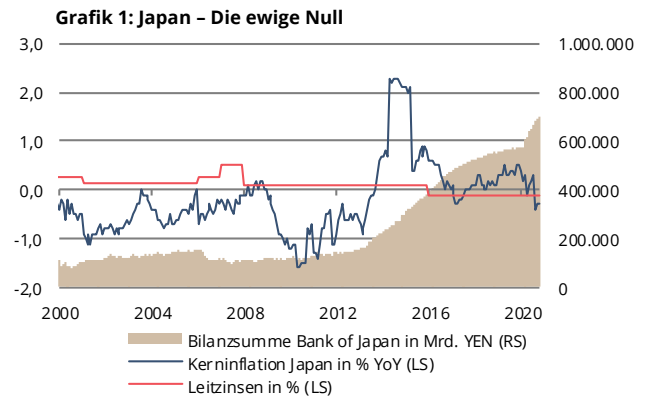
Die von der EZB 2012 eingeführte Niedrigzinspolitik spiegelt diese Erkenntnis wider. Trotz Niedrigzinsen stiegen die Investitionen in der Eurozone nicht signifikant an und auch das Wirtschaftswachstum blieb verhalten. Dies ist mitunter auch ein Grund dafür, weshalb die EZB 2020 bislang keine weiteren Zinssenkungen vorgenommen hat. Der Handlungsspielraum auf der Zinsseite ist für die EZB seit der Euro-Schuldenkrise bereits zu stark eingeschränkt und damit geht auch der „Zaubereffekt“ des billigen Geldes verloren.

Zu Grafik 1: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.  
Quelle: Bloomberg, Stand 06.11.2020

Noch klarer wird das Bild, wenn man die Situation in Japan betrachtet. Im Land der aufgehenden Sonne wurden bereits 1995 niedrige Zinsen eingeführt. Mit dem Resultat, das nichts passierte. Die Inflation und das Wachstum blieben mit sehr wenigen Ausnahmen über Jahrzehnte niedrig – und sind es bis heute (Grafik 1).

Die Macht der Geldpolitik ist also limitiert, weil sie an die Kreditvergabe und -aufnahme gekoppelt ist. Niedrige Zinsen führen nicht automatisch dazu, dass mehr Geld in die Wirtschaft strömt und es seine belebende Wirkung entfalten kann.

Selbst wenn die Notenbanken weiterhin bereit sind alles für die wirtschaftliche Unterstützung zu tun – frei nach dem ehemaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi „Whatever it takes“ – sind die Instrumente der Geldpolitik bis zu einem gewissen Grad bereits sehr stark ausgereizt. Klassischerweise ist den Notenbanken die eigentliche Staatsfinanzierung untersagt. Die letzten Jahre und die andauernden Anleihekaufprogramme haben diesen Grundsatz allerdings schrittweise ausgehebelt. Die steigenden Notenbankbilanzen bestätigen den Trend hin zum „Lender of Last Resort“. Die Fiskalpolitik befindet sich in einer komfortableren Lage – aber auch diese Maßnahmen wollen finanziert werden.



## Fiskalpolitik – Entschlossenheit hat ihren Preis

Die in der Corona-Krise verordneten Lockdowns treffen die Wirtschaft hart. Gleichzeitig haben Regierungen weltweit große Unterstützungen zugesagt und umgesetzt, um den Wirtschaftsmotor wieder zum Laufen zu bringen.

In Europa hat die Kommission der Europäischen Union zur Krisenbewältigung ein EUR 750 Mrd. schweres Konjunkturprogramm auf den Weg gebracht, das über Anleiheemissionen finanziert werden soll. Die EU-Länder selbst treten für diese faktischen „Eurobonds“ als Garantiegeber auf und das, nachdem die EU-Länder über Jahre hinweg die Auflage von gemeinsamen Anleihen diskutiert bzw. abgelehnt hatten.

Demgegenüber hatte die US-Regierung eine Rekordsumme von USD 3 Billionen für die Rettung der Wirtschaft zur Verfügung gestellt. Im Rahmen mehrerer Programme wurden beispielsweise Unternehmenskredite vergeben, die unter Einhaltung bestimmter Kriterien nicht oder nur teilweise getilgt werden müssen. Daneben hat die Regierung auch die Arbeitslosenunterstützung großzügig aufgestockt. Aktuell sind die Programme der US-Regierung jedoch großteils ausgelaufen und eine neuerliche Konjunkturspritze wird sehnlichst erwartet. Die zuletzt erhöhte Volatilität an den Kapitalmärkten lässt sich mitunter auch auf die andauernde Verzögerung im Hinblick auf das ausstehende, nächste US-Konjunkturprogramm zurückführen. Nach Ausgang der US-Wahlen können noch Wochen ins Land ziehen, bis sich Demokraten und Republikaner auf ein neues Hilfsprogramm einigen können.

Neben den Maßnahmen der Notenbanken haben also auch die von den Regierungen gesetzten Schritte die Erholung bislang maßgeblich getragen. Anders als die Notenbanken haben die Regierungen aber direkteren Einfluss auf die Wirksamkeit ihrer Aktionen. Und hierin liegt die eigentliche Stärke der Fiskalpolitik.

Mit der Fiskalpolitik kann die Regierung selbst Geld ausgeben oder direkt an Bürger bzw. Unternehmen verteilen, sodass dieses Geld unmittelbar in das Wirtschaftssystem gelangt. Es geht also nicht um die Bereitschaft von Unternehmen oder Privatpersonen zur Kreditaufnahme, sondern im übertragenen Sinne um geschenktes „Helikoptergeld“. Hierbei zahlt die Regierung Finanzmittel direkt aus, ohne dass vom Empfänger eine Gegenleistung erwartet wird.

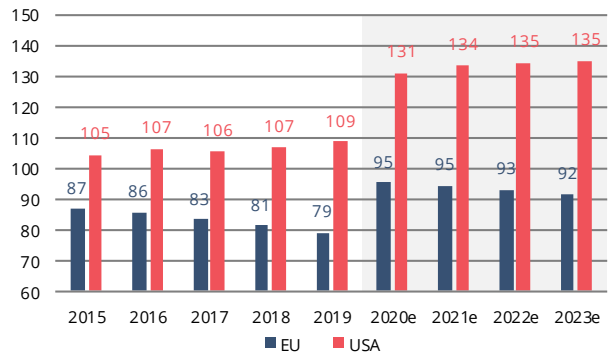
Zu Grafik 2: Die Angaben basieren auf Vergangenheitswerten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit lässt keine verlässlichen Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung zu.  
Quelle: IMF, World Economic Outlook Stand 10/2020

Die Verknüpfung zur Kreditaufnahme findet nur dahingehend statt, als dass die Regierung selbst Schulden aufnimmt und die Verschuldungsentscheidung nicht auf Unternehmen oder Privatpersonen überträgt. Wenn also eine Regierung beschließt, die Staatverschuldung zu erhöhen und dieses Geld an Verbraucher und Unternehmer zu verteilen, beschließt sie, die Wirtschaft hier und jetzt anzukurbeln. Die Unmittelbarkeit ist nicht von der Hand zu weisen.

Weltweit hat die Schuldenlast von Staaten in den letzten Jahren drastisch zugenommen.

Auch in Europa und den USA reißt die Krise noch tiefere Löcher in die Haushaltskassen (Grafik 2). Doch Staaten können nicht unbegrenzt Schulden anhäufen. Wo jedoch die Obergrenze liegt, ist schwer auszumachen. Die Gefahren einer außer Kontrolle geratenen Finanzpolitik drehen sich im Wesentlichen um eine unerwünschte Inflation, einen instabilen Schuldenmarkt und negative Auswirkungen auf die Währung.

**Grafik 2: Staatsschulden in % zum Bruttoinlandsprodukt**



## Das Warten auf Hilfe

Die Verschuldung der Staaten steigt in noch nie dagewesene Höhen. Die Corona-Krise hat diesen Trend zwar nicht aufkommen lassen, aber doch verstärkt. Die Schuldenlast für die zukünftigen Generationen wächst von Tag zu Tag. Wege zur Schuldentilgung gibt es in der Theorie einige – darunter mehr Wachstum, steigende Staatseinnahmen und sinkende Ausgaben. Sie alle sind aber beschwerlich und in Corona-Zeiten in weiter Ferne.

Gleichzeitig erfordert ein nachhaltiger Abbau des Schuldenberges von der Politik die Bereitschaft, sich unpopulärer Instrumente zu bedienen und Wahlversprechen zurückzuschrauben.

Fest steht allerdings, dass die Ankündigung neuer Konjunkturpakete – sowohl in Europa als auch in den USA – von den Märkten positiv aufgenommen wurden. Denn der Kapitalmarkt richtet den Blick zwar nach vorne, aber er konzentriert sich zunächst darauf, dass die Wirtschaft im Hier und Jetzt gerettet wird. Was später ist, wird sich in der Zukunft zeigen.

Das Warten auf die nächsten Hilfspakete geht also weiter und wird die Kapitalmärkte in naher Zukunft maßgeblich beeinflussen. Mit erhöhter Volatilität ist auch dann zu rechnen, wenn sich der Ausgang der Präsidentschaftswahl in den USA weiter in die Länge zieht.



## Wichtige Hinweise

Die hier dargestellten Angaben dienen, trotz sorgfältiger Recherche, ausschließlich der unverbindlichen Information und ersetzen nicht eine, insbesondere nach rechtlichen, steuerlichen und produktspezifischen Gesichtspunkten notwendige, individuelle Beratung für die darin beschriebenen Finanzinstrumente. Die Information stellt weder ein Anbot, noch eine Einladung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten dar und dient insbesondere nicht als Ersatz für eine umfassende Risikoaufklärung.

Die jeweils gültigen Bedingungen jedes Finanzproduktes und weitere Informationen finden Sie unter [www.spaengler.at](http://www.spaengler.at) bzw. beim jeweiligen Produkthanbieter. Für Detailauskünfte zu Risiken und Kosten steht Ihnen Ihr persönlicher Berater im Bankhaus Spängler gerne zur Verfügung. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen wurden sorgfältig erarbeitet und beruhen auf Quellen, die als zuverlässig erachtet werden.

Alle Informationen, Meinungen und Einschätzungen in diesem Dokument geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern. Die dargebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft wider. Die Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, zu ergänzen oder abzuändern, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand, eine enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität oder Genauigkeit der hierin enthaltenen Informationen, Druckfehler sind vorbehalten.

### **Marketingmitteilung**

Stand 06.11.2020

Foto: Unsplash

### **Medieninhaber und Hersteller**

Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft

Alle Rechte vorbehalten

### **Verlags- und Herstellungsort**

Schwarzstraße 1, 5020 Salzburg, Österreich

Landesgericht Salzburg, FN 75934v, Sitz: Salzburg

### **Impressum**

Bankhaus Carl Spängler & Co. Aktiengesellschaft

5020 Salzburg, Schwarzstraße 1, Postfach 41

T: +43 662 8686-0, E: [bankhaus@spaengler.at](mailto:bankhaus@spaengler.at), [www.spaengler.at](http://www.spaengler.at)

BIC SPAEAT2S, DVR 0048518

FN 75934v/ LG Salzburg, Sitz Salzburg