

## Prognoseanpassung: Fed & EZB eilen zur Hilfe

### Kurz & klar

- Die EZB dürfte angesichts der Folgen des Coronavirus und der geldpolitischen Lockerungen anderer Notenbanken im März eine QE-Ausweitung beschließen.
- Ein umfangreiches Maßnahmenpaket wie im September ist zunächst nicht zu erwarten, kann aber bei einer andauernden Epidemie nicht ausgeschlossen werden.
- Von der Fed erwarten wir eine weitere Zinssenkung um 50 Bp. auf der März-Sitzung.
- Außerdem dürfte die Fed QE-Maßnahmen in Aussicht stellen, die sie im Fall einer weiteren Eskalation schnell aktivieren könnte.

Nachdem letzte Woche die Finanzmärkte die Sorgen um das Coronavirus zu spüren bekamen, fand diese Woche eine Telefonkonferenz der G7 Finanzminister und Zentralbankgouverneure statt zu den Corona-Auswirkungen statt. Darin wurde die Bereitschaft zur Handlung signalisiert („we reaffirm our commitment to use all appropriate policy tools“) und die Möglichkeit fiskal- und geldpolitischer Maßnahmen genannt. Erste Maßnahmen wurden bereits von einigen Notenbanken und Regierungen umgesetzt. Wir erwarten weitere Maßnahmen und ändern daher unsere Prognosen für die Fed und die EZB.

### Bestandsaufnahme: Notenbanken weltweit wieder im Lockerungsmodus

In dieser Woche haben bereits einige Notenbanken spürbar die Zinsschraube abwärts gedreht. Neben Australien und Malaysia mit jeweils 25 Basispunkten senkten unter anderem die USA, Hong Kong und Kanada ihren Leitzins um jeweils 50 Basispunkte. Insbesondere die Leitzinssenkung der Fed um 50 Bp. auf 1,00 – 1,25% stach hierbei heraus. Die Zinssenkung soll eine Straffung der Finanzierungsbedingungen verhindern und die Nachfrage stimulieren. Dabei überraschte insbesondere das Timing der Fed: Anstatt auf die Sitzung am 18. März zu warten und mit den neuen Projektionen eine Senkung zu flankieren, beschloss sie die Zinssenkung auf einem außerplanmäßigen Treffen. Gleichzeitig signalisierte sie die Bereitschaft für weitere Zinssenkungen, soweit nötig. (s. Kurzkomentar „Fed: Corona-Cut“ vom 03.03.). Die bisherigen Zinssenkungen der Notenbanken tragen zwar zu einer Lockerung der globalen geldpolitischen Standards bei, weshalb man die Notwendigkeit für weitere Senkungen anderer Notenbanken damit theoretisch als weniger notwendig ansehen könnte. Allerdings werden Zinssenkungen in anderen Ländern wohl kaum ausreichen, um einen notwendig hohen Impuls für die heimische Wirtschaft in allen vom Coronavirus betroffenen Ländern zu erzeugen, und zum anderen geraten die restlichen Notenbanken auf der Währungsseite unter Druck. So ist der Euro, der bereits seit der letzten Februarwoche zum Dollar stärker tendiert in dieser Woche um weitere 1,7% zum Dollar im Wert gestiegen. Das Niveau ist für den Euro per se zwar nicht ungewohnt. Im Vergleich zu den Wochen seit Jahresbeginn bremst dies aber perspektivisch die Exporte und rückt die Erreichung des Inflationsziels wieder weiter in die Ferne.

- Erste Notfallsenkungen bereits erfolgt

## EZB: Reaktion dürfte etwas differenzierter ausfallen

So gerät auch die EZB unter Zugzwang. Allerdings scheint sie die Notwendigkeit einer schnellen Reaktion außerhalb des üblichen Sitzungskalenders nicht für ausreichend groß zu halten. Dies passt zur bisherigen Kommunikation der EZB-Ratsmitglieder. Diese deutet an, dass die EZB vor allem ein Problem auf der Angebotsseite ausgemacht hat und eine geldpolitische Reaktion (die die Nachfrage stimuliert) derzeit nicht für das geeignetste Instrument erachtet. Doch spätestens auf der planmäßigen EZB-Sitzung am 12. März dürfte bei den eingetrübten Finanzierungsbedingungen (vor allem durch die Aktienmarktentwicklung) und den Aktionen der anderen Notenbanken dann doch gehandelt werden. Zudem sind (neben den Angebotseffekten durch bspw. ausbleibende Lieferungen von Vorleistungen oder Betriebsschließungen durch Quarantäne) auch erste direkte Auswirkungen auf die Nachfrage sichtbar (abgesehen von den kurzfristig stimulierend wirkenden Hamsterkäufen). Denn eine durch Unsicherheit getriebene Zurückhaltung bei Konsum und Investitionen schadet unmittelbar der Wirtschaft. Auf der Sitzung am nächsten Donnerstag stehen auch turnusgemäß neue Projektionen zu Konjunktur- und Inflationsentwicklung an. Diese unterliegen zwar aufgrund der Corona-Epidemie einer hohen Unsicherheit. Abwärts revidiert werden sie aber wohl in jedem Fall werden. Spannend ist, wie stark die EZB die Auswirkungen auf die mittelfristige Inflationsprojektion sieht.

- Gezielte QE-Ausweitung statt Zinssenkung

Sollten diese unerwartet stark ausfallen, wäre die Rechtfertigung für eine umfassende geldpolitische Lockerung höher. Doch auch ohne eine große Abwärtsrevision der Inflationsprojektionen erwarten wir den Beschluss einer QE-Ausweitung. Prinzipiell wäre zwar ein erneutes umfangreiches Maßnahmenpaket, also ein Agieren sowohl auf QE- als auch auf Zinsseite wie im September, denkbar. So hatte die EZB beispielsweise im Rahmen der SARS-Epidemie 2003 den Zins um insgesamt 75 Basispunkte gesenkt. Einige Gründe sprechen aber dagegen: Die EZB wird den Fokus darauf legen, die Finanzierungsbedingungen für die Wirtschaft auf einem günstigen Niveau zu halten. Zwar hat sich auf Staatsanleihen-Seite der Spread zwischen den Kern- und Peripherieländern (insb. Italien) etwas ausgeweitet. Im absoluten Renditeniveau ist aber hier noch kein Handlungsbedarf zu erkennen. Dies spricht gegen eine Ausweitung der Käufe von Staatsanleihen. Zudem scheint die EZB die Nebenwirkungen des Negativzinsniveaus zunehmend höher zu gewichten, was die Hürden für eine weitere Zinssenkung hoch legt. Als aktuell problematisch könnte die EZB aber die Situation am Markt für private Anleihen diagnostizieren. Mit einer zunehmend skeptischeren Einschätzung der Ertragskraft der Unternehmen (aufgrund der Corona-Epidemie) dürften sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen am Kapitalmarkt unmittelbar verschlechtern. Eine erste Ausweitung der Spreads ist schon erkennbar. Im Investment Grade haben die Spreads ein Niveau erreicht wie zuletzt im September 2019, vor dem Beschluss des Lockerungspakets der EZB. Und auch am Primärmarkt zeigt sich eine Zurückhaltung aufgrund der aktuell unsicheren Konditionen. Dem wird die EZB entgegenwirken wollen. Problematisch ist allerdings, dass Käufe im besonders konjunktursensitiven High Yield Segment, wo die Spreads sich ebenfalls ausweiten, wohl weiterhin nicht von der EZB vorgenommen werden können. Eventuelle neue Maßnahmen, wie ein speziell auf kleine und mittelständische Unternehmen ausgerichtetes TLTRO-Programm der EZB sind prinzipiell Gedankenspiele bei dieser Problematik, dürften aber zunächst nicht beschlossen werden.

- Fokus auf Unternehmensanleihen

Christine Lagarde hat in ihrem Statement zur Corona-Epidemie davon gesprochen, dass die EZB geeignete, zielgerichtete Maßnahmen ergreifen wird, sofern dies nötig werde. Entsprechend erwarten wir kein umfassendes Paket inklusive einer Zinssenkung, sondern eine Ausweitung der QE-Käufe um 10 Mrd. Euro monatlich (auf dann 30 Mrd. monatlich) allerdings mit einem klaren (verbalen) Fokus auf Unternehmensanleihen. Hierdurch würden die Finanzierungsbedingungen der Wirtschaft abgesichert und wohl weniger Neben-

wirkungen erzeugt als durch ein großes Maßnahmenpaket. Die Käufe von Unternehmensanleihen könnten so auf Volumen gebracht werden, die zuletzt während der Phase der hohen QE-Käufe von 80 Mrd. Euro monatlich (Apr. 2016 bis Mrz. 2017) erreicht wurden.

- Risikoausblick bleibt negativ – Bereitschaft für weitere Maßnahmen vorhanden

Klar dürfte auch die Kommunikation zusätzlich beinhalten, dass weitere Maßnahmen jederzeit möglich sind, sofern die EZB diese für nötig hält. Der Risikoausblick dürfte vor diesem Hintergrund weiterhin als abwärtsgerichtet bezeichnet werden. Zudem dürfte die EZB, wie auch schon in den letzten Wochen, den Spielball weiter stark in Richtung Fiskalpolitik schieben. Selbst ohne einen Spielraum im Haushalt wären die Bremseffekte des Coronavirus sehr sicher ein Ausnahmetatbestand im Defizitverfahren der EU und die Haushaltsregeln dürften daher Corona-induzierten fiskalischen Maßnahmen nicht entgegenstehen.

### Auch die Fed wird nochmals nachlegen

- Zweite Zinssenkung dürfte folgen

Die Zinssenkung der Fed um 50 Basispunkte hatte nicht die erhofften stabilisierenden Wirkungen an den Finanzmärkten. Aktuell sind entsprechend auf 12-Monatsfrist weitere 75 Bp. Zinssenkung eingepreist. Das alleinige Bereitschaftssignal der Fed dürfte daher nicht ausreichen, sondern weitere Zinssenkungen eingefordert werden bzw. ein Nicht-Erfüllen der Zinserwartungen würde die Märkte destabilisieren. Seit 1998 hat die Fed bereits sechs Mal die Zinsen bei einem nicht regulär stattfindenden Treffen gesenkt. Nach jedem dieser Schritte fand auf dem nächsten regulären Meeting eine weitere Senkung statt. Auf der kommenden Sitzung stehen auch die Fed-Prognosen an, die deutlich abwärts revidiert werden dürften. Sie würden daher eine ausreichende Grundlage für eine weitere Senkung bieten. Gleichzeitig dürfte ein erhöhter Preisdruck aktuell kein Problem sein. Die Preiskomponente des ISM-Indexes für das Verarbeitende Gewerbe sank im Februar um 7,4 auf 45,9 Punkte und die des ISM-Indexes für den Dienstleistungssektor um 4,7 auf 50,8 Punkte. Die PCE-Kernrate liegt momentan bei 1,6% (Januar), sodass ohnehin Spielraum nach oben besteht.

- Fiskalmaßnahmen bereits auf dem Weg

Powell sprach einer „facettenreichen Antwort“ auf das Coronavirus die besten Chancen zu. Das Gesundheitswesen sei in erster Linie gefragt und auch Fiskalstimuli angebracht. Dieser Forderung kam das Repräsentantenhaus nach, welches ein 8,3 milliardenschweres Notfall-Ausgabenpaket beschlossen hat, um das Virus zu bekämpfen. Der Umfang des Pakets ist zwar gemessen am US-BIP recht klein (0,04%), das Signal was hiervon ausgeht ist aber eindeutig. Lediglich 2 Republikaner der 417 Kongressabgeordneten stimmten gegen das Fiskalpaket. Die Trump-Administration hatte lediglich 2,5 Mrd. eingefordert, es wurde aber gemeinsam ein höherer Rahmen angesetzt. Dies zeigt, dass Republikaner und Demokraten, wenn unbedingt nötig, produktiv zusammen arbeiten können, was trotz Wahlkampf die Chancen für weitere Fiskalmaßnahmen erhöht.

- QE wird in Aussicht gestellt

Das Heft des Handelns liegt aber in den USA primär wohl weiter bei der Geldpolitik. Wir erwarten daher auf der kommenden Sitzung am 18. März eine weitere Zinssenkung um 50 Basispunkte auf 0,50 – 0,75%. Damit dürfte die Fed ein weiteres Mal gegen die Straffung der Finanzierungskonditionen (an denen in den USA der Aktienmarkt einen noch höheren Anteil hat als in Europa) vorgehen und versuchen, das Vertrauen von Konsumenten, Unternehmen und Investoren zu stärken. Gleichzeitig dürfte sie klarstellen, dass sie – wie auch wir – im Basisszenario davon ausgeht, dass die Corona-Epidemie nicht vollständig ausufert und keine weiteren geldpolitischen Maßnahmen geplant sind. Hiermit wird die Fed versuchen Spekulationen auf einen begonnenen Zinssenkungszyklus entgegenzutreten. Gleichzeitig dürfte sie aber für den Fall einer deutlich schwerwiegenderen Ausbreitung des Coronavirus oder dessen wirtschaftlichen Folgen als aktuell erwartet explizit ein weiteres QE-Programm in Aussicht stellen. Hiermit soll eindeutig signalisiert werden, dass die Handlungsoptionen der Fed noch sehr groß sind.

### Fazit: Notenbanken eilen zur Rettung, wählen jedoch unterschiedliche Instrumente

Die Corona-Epidemie hat auf Seiten der Geldpolitik bereits zu Reaktionen geführt. Das Ende der Fahnenstange ist hier aber noch nicht erreicht. Wir erwarten dabei eine QE-Ausweitung der EZB auf der März-Sitzung. Die Fed dürfte in Ermangelung einer ausreichenden Marktstabilisierung im März noch einmal spürbar an der Zinsschraube drehen. Sofern sich dann die Märkte im Hinblick auf ein „in den Griff bekommen“ der Epidemie beruhigen sind keine weiteren Maßnahmen zu erwarten. Das Risiko ist aber klar vorhanden, dass bei anhaltend hohen Infektionszahlen und absehbar steigenden Folgen für die globale Konjunktur noch weitere Maßnahmen der Notenbanken folgen könnten. In den USA dürfte in diesem Risikoszenario ein QE-Programm auf die Agenda kommen. In Europa wäre dann auch eine weitere Zinssenkung nicht auszuschließen, obwohl die Wirksamkeit einer solchen auf dem aktuellen Niveau stark bezweifelt werden muss. Auf Basis dieser neuen Notenbankeinschätzung aktualisieren wir derzeit unsere Prognosen und werden diese im Rahmen unserer 5-Jahres-Prognosen am 18. März veröffentlichen.

## Allgemeiner Hinweis

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 06.03.2020. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**



**Charlotte Heck-Parsch**  
Economist USA/Fed

Telefon: +49 89 2171-23929  
charlotte.heck-  
parsch@bayernlb.de

**Redaktion:**

Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (=Briefadresse)  
research@bayernlb.de



**Dr. Stefan Kipar**  
Sen. Economist Euro-Raum/EZB  
Teamleiter Volkswirtschaft

Telefon: +49 89 2171-27346  
stefan.kipar@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**

Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (=Paketadresse)  
www.bayernlb.de