

## Deutschland/USA: Wettstreit der „Schutzschirme“

Regierungen weltweit mussten sich im Zuge der Covid-19-Pandemie plötzlich mit zwei zentralen Fragen auseinandersetzen: Wie dämmen wir das Virus ein? Und wie sorgen wir dafür, dass diese gesundheitspolitischen Maßnahmen einen möglichst geringen wirtschaftlichen Schaden anrichten? Die Mehrzahl der Länder entschloss sich für einen mehr oder weniger umfassenden Lockdown, andere Ansätze wie in Schweden sind die Ausnahme. Wir vergleichen den aktuellen Stand der Maßnahmenpakete in Deutschland und in den USA.

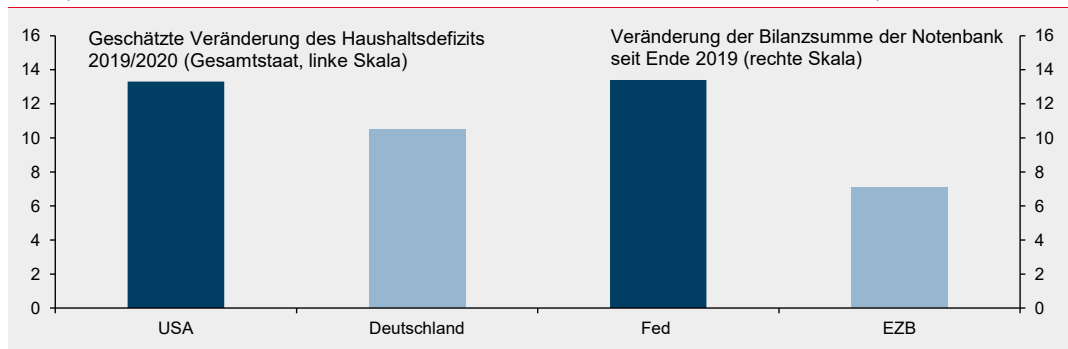
Durch die umfassenden Verbote von vorher alltäglichen Aktivitäten kam das soziale und wirtschaftliche Leben teilweise zum Erliegen – wohl noch mehr, als wenn man es den Bürgern überlassen hätte, ob sie bei „business as usual“ bleiben und das Risiko einer Infektion eingehen wollen. Die Behörden haben einen guten Teil des ökonomischen Einbruchs selbst angeordnet – und sahen sich daher in der Pflicht massiv stützend einzugreifen. Für viele Unternehmen und Selbstständige, gerade in den personennahen Dienstleistungen, war der Lockdown unmittelbar existenzbedrohend. Kosten wie Miete und Zinsen fielen weiter an, aber Einkommen lösten sich plötzlich in Luft auf. Ganze Branchen mussten quasi über Nacht das Geschäft einstellen. Sehr schnell wurden deshalb stabilisierende Maßnahmen auf den Weg gebracht, die die negativen Auswirkungen der beispiellosen landesweiten Shutdowns wenn nicht vollständig kompensieren, dann doch zumindest abfedern sollten. Neben der Fiskalpolitik wurde hierzu auch die Geldpolitik aktiviert. Sie kann zwar selbst jetzt, also in der Zeit einer graduellen Lockerung, angesichts der Restriktionen kaum traditionellen Stimulus generieren. Aber über die Marktliquidität und die Verfügbarkeit von Krediten liefert sie wichtige Beiträge zur zeitnahen Schadensbegrenzung.

In dieser Publikation stellen wir die in dieser Krise bisher verfolgten wirtschaftspolitischen Ansätze in Deutschland jenen der USA gegenüber. Da die Geldpolitik hierzulande in den Händen der EZB liegt, vergleichen wir ihr Handeln mit den Maßnahmen der Fed. Zudem muss bei uns zusätzlich die supranationale EU-Ebene berücksichtigt werden, die ebenfalls stützend eingreifen kann. Unser Fokus liegt aber auf der Größe und Zusammensetzung der nationalen fiskalischen Instrumente. Wer macht mehr? Wer hat die besseren Ansätze? Der detailinteressierte Leser findet am Ende der Publikation eine tabellarische Übersicht der jeweils wichtigsten geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen.

### Was zählt mehr: Quantität oder Qualität?

Prozentpunkte am BIP

Prozentpunkte am BIP von 2019



Quellen: Macrobond, CBO, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

## Deutschland spannt großen Schutzschirm gegen die Corona-Krise

Dem Einbruch der Wirtschaftsleistung begegnen die öffentlichen Haushalte in Deutschland mit einer deutlichen Ausweitung der Ausgaben. Als erste Maßnahme haben Bundes- und Länderregierungen im März versucht, Arbeitnehmer und Unternehmen abzusichern (Schutzschirm). Neben der Finanzierung von Kurzarbeit geht es vor allem darum, das Überleben möglichst vieler Unternehmen während der Pandemie zu ermöglichen. Trotz hoher Ausgaben werden hiemit die Kosten der Krise erheblich gemindert. Beim Schutzschild für Beschäftigte, Selbstständige und Unternehmen handelt es sich um das größte Hilfspaket in der Geschichte der Bundesrepublik. Der Umfang der haushaltswirksamen Maßnahmen beträgt insgesamt 353 Mrd. Euro oder gut 10 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 2019 und der Umfang der Garantien rund 820 Mrd. Euro. Zusätzlich wurde die bestehende Flexibilitätsklausel geweitet. Damit kann der definierte Garantierahmen nochmals statt um 20 % nun um 30 % erhöht werden. Hieraus resultieren Garantien von fast 1,07 Billionen Euro nach 558 Mrd. Euro zuvor (vgl. auch Tabelle S. 11). Zur Finanzierung wird der Bund neue Kredite in Höhe von rund 156 Mrd. Euro aufnehmen.

Die Hilfen des Bundes bestehen aus direkten Transfers an kleine Unternehmen, Selbstständige und Freiberufler in einer Größenordnung von 50 Mrd. Euro oder fast 1,5 % des BIP. Die Betroffenen können einmalig einen Zuschuss zu ihren Betriebskosten von bis zu 9.000 Euro erhalten, wenn sie maximal fünf Beschäftigte haben. Bei maximal zehn Beschäftigten steigt der Zuschuss auf bis zu 15.000 Euro. Die tatsächliche Auszahlung soll sich am Umsatz und Betriebsaufwand für drei Monate orientieren. Erste Informationen zur Vergabe zeigen, dass nicht immer der genaue Anspruch berechnet wird und stattdessen der Gesamtbetrag ausgezahlt wird.

Speziell für große Unternehmen wurde der Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF) mit einer Größenordnung von 600 Mrd. Euro bzw. 17,5 % des BIP entworfen. Hierbei bestehen 400 Mrd. Euro aus Bürgschaften, 100 Mrd. Euro können für Kapitalbeteiligungen verwendet werden. Zudem kann der WSF bereits beschlossene KfW-Programme in einer Höhe von 100 Mrd. Euro refinanzieren. Bei dieser volumenmäßig größten Maßnahme der Bundesregierung ist zu berücksichtigen, dass Kreditprogramme, die aus Garantien oder Bürgschaften bestehen, nicht im laufenden Haushalt oder im Bruttoschuldenstand sichtbar werden. Wenn Kredite – auch mit Hilfe der Investitionsbanken der Gebietskörperschaften – aufgenommen werden, steigt der Bruttoschuldenstand. Der Finanzierungssaldo reagiert nur, sollten diese zu einem späteren Zeitpunkt ausfallen. Auch mögliche Beteiligungen im Unternehmenssektor erhöhen nur den Bruttoschuldenstand. Inwieweit das WSF-Programm ausgeschöpft wird, ist aus jetziger Sicht noch nicht zu beantworten. Darüber hinaus wurden Maßnahmen ergriffen, um die Gesundheitsversorgung zu verbessern. Der wichtigste Posten hierbei sind 55 Mrd. Euro zur Pandemiebekämpfung.

Die Absicherung der Arbeitnehmer geschieht wesentlich über das Kurzarbeitergeld, das sich schon während der Finanzkrise 2008/2009 als sinnvoll erwiesen hatte. Da die Unternehmen damals ihre Mitarbeiter nicht entlassen hatten, konnten sie die danach wieder rasch steigende Nachfrage befriedigen. In der jetzigen Corona-Krise wurde der Bezug von Kurzarbeitergeld erleichtert. Nur noch 10 % der Beschäftigten im Betrieb müssen vom Arbeitsausfall betroffen sein (bisher: ein Drittel), damit Kurzarbeitergeld in Anspruch genommen werden kann. Darüber hinaus werden den Arbeitgebern die Sozialversicherungsbeiträge, die sie bei Kurzarbeit zahlen müssen, in voller Höhe durch die Bundesagentur für Arbeit erstattet. Kurzarbeitergeld gibt es auch für Leiharbeiter, und Zeitarbeitsunternehmen können einen Arbeitsausfall bei der Agentur für Arbeit anzeigen. Zudem müssen keine negativen Arbeitszeitsalden mehr aufgebaut werden, um Kurzarbeit zu nutzen.

Das Kurzarbeitergeld wird erhöht, und zwar abhängig von der Dauer der Kurzarbeit. Bisher zahlt die Bundesagentur für Arbeit bei Kurzarbeit 60 % und für Eltern 67 % des Lohnausfalls. Ab dem vierten Monat des Bezugs ist das Kurzarbeitergeld für kinderlose Beschäftigte, die derzeit weniger als die Hälfte arbeiten, auf 70 % und ab dem siebten Monat auf 80 % des Lohnausfalls angehoben worden. Bei Beschäftigten mit Kindern beläuft sich die Erhöhung in diesem Fall ab dem vierten Monat des Bezugs auf 77 % und ab dem siebten Monat auf 87 %. Diese Erhöhungen gelten ma-

ximal bis 31. Dezember 2020. Die schwierige Lage am deutschen Arbeitsmarkt und die Bezugserleichterungen haben dazu geführt, dass die Unternehmen im März und April für 10,1 Mio. Personen Kurzarbeit angemeldet haben. Die Anzeigen sind zwar als Obergrenze anzusehen, die tatsächliche Zahl der Kurzarbeiter kann geringer ausfallen. Gleichwohl wird das Niveau während der Finanzkrise um ein Vielfaches überschritten.

Konjunkturprogramm soll  
Aufschwung forcieren

Neben den Schutzschirm-Maßnahmen wurde Anfang Juni ein zusätzliches Konjunkturprogramm auf den Weg gebracht. Es umfasst Maßnahmen in einer Größenordnung von 130 Mrd. Euro oder fast 4 % des Bruttoinlandsprodukts von 2019. Allerdings können hierfür auch Mittel aus dem reichlich bemessenen Nachtragshaushalt verwendet werden. Dieses Konjunkturprogramm für die Jahre 2020 und 2021 bietet ein Potpourri von 57 Maßnahmen. Hierzu gehört die Senkung der Mehrwertsteuersätze von 19 % auf 16 % bzw. von 7 % auf 5 % für das zweite Halbjahr 2020, der einmalige Kinderbonus von 300 Euro pro Kind und die Verdopplung der Kaufprämie („Innovationsprämie“) für Elektrofahrzeuge. Um die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu erhöhen, wird die EEG-Umlage gesenkt. Die Rahmenbedingungen für Investitionen werden zudem durch die degressive Abschreibung, eine höhere Forschungsförderung, den steuerlichen Verlustrücktrag und die Deckelung der Sozialversicherungsbeiträge auf 40 % bis zum Jahr 2021 verbessert.

Durch die genannten Programme steigen die öffentlichen Ausgaben beträchtlich. Der Konjunkturinbruch, der die Wirtschaftsleistung 2020 um 5 % schrumpfen lässt, führt zu sinkenden Einnahmen der öffentlichen Haushalte. In der Summe erhöht dies das öffentliche Defizit 2020 auf schätzungsweise 9 %, nach einem Überschuss von 1,5 % im vergangenen Jahr.

## EU: Wiederaufbau mit fiskalpolitischem Tabubruch

Die EU hat bei den Anti-Corona-Maßnahmen mit dem Beschluss diverser Notfallhilfen ein für ihre Verhältnisse beachtliches Tempo vorgelegt. Dennoch wird das von der Kommission Ende Mai vorgestellte Konzept für den wirtschaftlichen Wiederaufbau bis zur Verabschiedung noch einige Diskussionsrunden benötigen.

Wie die Lockerung staatlicher Beihilferegeln und die Aussetzung der Obergrenze für die Staatsverschuldung wurden auch finanzielle Notfallhilfen recht zügig beschlossen: Zum 540-Mrd.-Euro-Paket zählen 200 Mrd. Euro, die über die Europäische Investitionsbank (EIB) bereitgestellt werden und 240 Mrd. Euro an Krediten aus dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), die Euroländer für direkte und indirekte Gesundheitskosten nutzen können. Hinzu kommt das neu geschaffene Instrument SURE, das Kredite von insgesamt 100 Mrd. Euro für Kurzarbeit und ähnliche Maßnahmen bereithält. Für SURE und weitere EIB-Hilfen nimmt die EU-Kommission bzw. die EIB Geld am Kapitalmarkt auf, nachdem die EU-Länder je 25 Mrd. Euro an Garantien hinterlegt haben. Das Kapital des ESM ist von den Euroländern eingezahlt bzw. garantiert. Die Bereitstellung von 240 Mrd. Euro entspricht rund einem Drittel des möglichen Ausleihvolumens. Zu diesem Paket kommen 37 Mrd. Euro, die durch die Umwidmung von EU-Strukturfondsmitteln für nun dringendere Projekte verwendet werden können. Davon sind 8 Mrd. Euro bereits als Vorfinanzierung für geplante Projekte geflossen, 29 Mrd. Euro kommen zusätzlich aus dem EU-Haushalt.

Paradigmenwechsel  
mit der Wiederaufbau-  
initiative

Mit der am 27. Mai vorgelegten Wiederaufbauinitiative betritt die EU Neuland: Erstmals ist die Vergabe von Zuschüssen an Mitgliedsländer aus Mitteln geplant, die zuvor von der Union am Kapitalmarkt aufgenommen wurden. Obwohl dies in den EU-Verträgen nicht vorgesehen ist, kann eine solche Maßnahme für Krisenzeiten offenbar aus den Vertragstexten abgeleitet werden. Ob es tatsächlich den Start in eine neue Phase der fiskalischen Integration in der EU markiert, bleibt abzuwarten. Insgesamt 750 Mrd. Euro will die Kommission hauptsächlich zwischen 2021 und 2024 mit dem Notfallprogramm „Next Generation EU“ bereitstellen und damit das Ausgabenpotenzial der Haushaltsperiode 2021 bis 2027 auf 1,85 Billionen Euro ausweiten. Kernstück des dreiteiligen Ansatzes aus Aufbauhilfen für die Staaten, der Förderung privater Investitionen und den „Lehren aus der Krise“ (Forschung, Gesundheit, Katastrophenschutz) ist der Wiederaufbaufonds, der 560 Mrd. Euro umfasst.

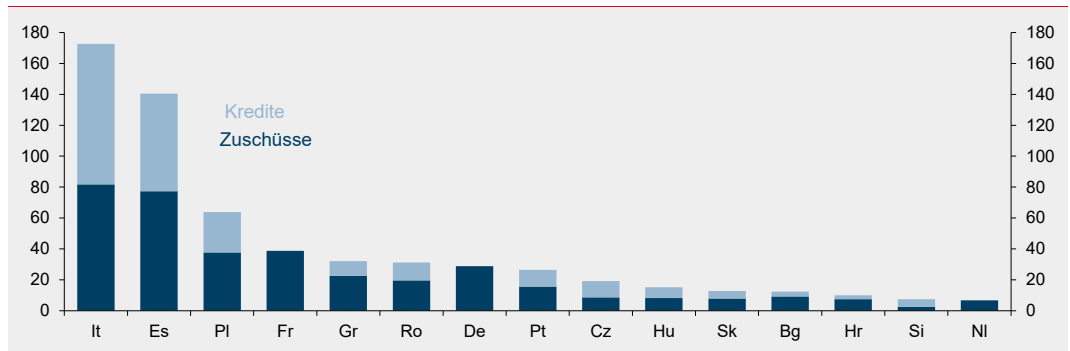
Die Verteilung dieser Gelder – 310 Mrd. Euro in Form von Zuschüssen, 250 Mrd. Euro als Kredite – soll mit dem Europäischen Semester verbunden werden, dem ersten Halbjahr jedes Jahres, in dem die Länder ihre Wirtschafts- und Fiskalpolitik aufeinander abstimmen und am EU-Regelwerk ausrichten. Die Prüfung der nationalen „Aufbau- und Resilienz-Pläne“ durch die Kommission sowie die Einbindung des Europäischen Parlaments und des Rats bewirken ein Mitspracherecht der anderen EU-Länder, das sich in der Vergangenheit allerdings als eher begrenzt wirksam erwiesen hat. Die Auszahlung der Gelder ist – nach Erreichung definierter Zwischenziele – in Tranchen geplant. Kredite werden an die Mitgliedstaaten zu den gleichen Konditionen weitergereicht, die die Kommission am Kapitalmarkt erzielt, so dass Deutschland als Benchmark Mittel nicht günstiger bekommen könnte als im Falle eigener Anleihen. Mittel, die für Zuschüsse aufgenommen wurden, sollen aus den nächsten EU-Haushalten finanziert werden. Dafür sind höhere Beiträge geplant, aber auch neue Eigenmittel, wie Einnahmen aus dem Emissionshandel und eine Digitalsteuer. Da die Anleihen bis spätestens 2058 zurückgezahlt werden sollen, wird sich mit „Next Generation EU“ wohl auch die nächsten Generationen steuerpflichtiger EU-Bürger befassen müssen.

Nutzen für Deutschland besteht im Funktionieren der EU

Bei der bislang skizzierten Aufteilung der geplanten Hilfen haben Italien und Spanien die Nase vorn. Auch Deutschland soll von Zuschüssen profitieren, die aber gemessen am BIP mit unter 1 % deutlich hinter den Programmen der Bundesregierung zurückbleiben. Da das wirtschaftliche Gewicht eines Landes seinen Beitrag zum EU-Haushalt bestimmt, wird Deutschland – wie in normalen Haushaltsjahren – Hauptbeitragszahler sein (beim Pro-Kopf-Beitrag allerdings übertroffen von Dänemark). Der indirekte Nutzen ist jedoch unverkennbar: Als eine der führenden Exportnationen mit einem Ausfuhranteil von über 50 % in die EU hat Deutschland ein vitales Interesse daran, dass die Konjunktur in der EU wieder auf die Beine kommt.

### Geplante Hilfen aus dem Wiederaufbaufonds: Italien und Spanien vorn

Verteilung der Zuschüsse und Kredite nach Ländern\*, Mrd. Euro



\*übrige EU-Länder: 32,3 Mrd. Euro Zuschüsse und 7,2 Mrd. Euro Kredite

Quellen: EU-Kommission, FAZ, Helaba Volkswirtschaft/Research

Divergierende Interessen

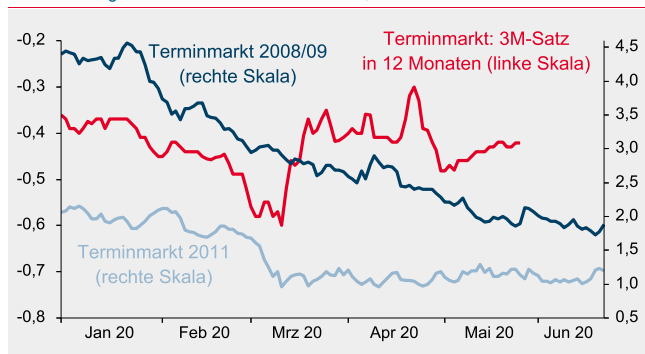
Mit dem vorgestellten Konzept versucht die Kommission, eine Brücke zu bauen zwischen den Südländern, die auf nicht rückzahlbare Zuschüsse dringen, den Osteuropäern, die eine Verschiebung von Prioritäten zu ihren Ungunsten befürchten, und den sogenannten „Sparsamen Vier“ (Niederlande, Schweden, Dänemark und Österreich), die für Kredite statt Zuschüsse plädieren. Deutschland hatte bereits kurz zuvor zusammen mit Frankreich ein EU-finanziertes Wiederaufbauprogramm vorgeschlagen und war dabei von seiner ursprünglichen Linie abgerückt, Zuschüsse auszuschließen. Eine rasche Einigung wird allerdings aufgrund der EU-Regularien schwierig: Die Einbindung des Wiederaufbaufonds in den nächsten Mehrjährigen Finanzrahmen für die Jahre 2021 bis 2027 erfordert einen einstimmigen Beschluss aller Mitgliedstaaten. Außerdem wäre die notwendige Aufstockung der Eigenmittelobergrenzen von allen nationalen Parlamenten zu ratifizieren. Diese Hürden sind hoch. Sollte die Mittelvergabe zudem an die Einhaltung von Rechtsstaatlichkeitskriterien geknüpft werden, wäre eine Einigung nahezu unmöglich. Gleichzeitig sind die EU-Institutionen streng darauf bedacht, ihren Einfluss zu wahren. So hat das Parlament ein mögliches Veto ins Spiel gebracht, falls es nicht angemessen beteiligt wird. Deutschland, das am 1. Juli die EU-Ratspräsidentschaft übernimmt, wird bei den zahlreichen Treffen, die zur weiteren Abstimmung nötig sein werden, nicht nur organisatorisch eine wichtige Rolle einnehmen.

## EZB: Lagarde besteht erste Bewährungsprobe

Größere Unterschiede bei der Krisenbekämpfung der Notenbanken gab es vor allem beim Instrumenteneinsatz. Die Fed hat die Leitzinsen gesenkt – die EZB nicht. Hier rächen sich die Versäumnisse der Ära Draghi, den Bereich negativer Zinsen zu einem konjunkturell günstigen Zeitpunkt wieder zu verlassen. Jetzt fehlt an dieser Stelle das Pulver. Die EZB konzentriert sich stattdessen auf zusätzliche langfristige Refinanzierungsprogramme mit verbesserten Finanzierungsbedingungen. Die Inanspruchnahme der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte TLTRO-III und der neuen PELTROs<sup>1</sup> ist dabei sogar unterhalb des Einlagen- bzw. Hauptrefinanzierungssatzes möglich. Ziel ist es, Banken und Unternehmen mit ausreichend Liquidität über die kritische Phase zu helfen und die Stabilität der Finanzmärkte zu sichern. Flankiert werden die Maßnahmen durch eine Absenkung der geforderten Sicherheiten für Anleihen, um selbst im Falle von Rating-Abwertungen die Betroffenen vor einem massiven Anstieg der Risikoaufschläge und damit einer sich selbstverstärkenden Abwärtsspirale zu schützen. Einen anderen Schutzschild stellen die Ankaufprogramme<sup>2</sup> dar: Das neue PEPP-Programm – das im Juni noch einmal erweitert wurde – im Volumen von nun insgesamt 1.350 Mrd. Euro wird in Verbindung mit dem aufgestockten APP-Programm ein gemeinsames Ankaufvolumen von über 1,5 Billionen Euro haben. Die Programme sind zunächst bis zum Jahresende bzw. bis Mitte 2021 terminiert. Der Hinweis zum APP, dass die Ankäufe erst kurz vor einer Erhöhung der EZB-Leitzinsen eingestellt werden, weist jedoch auf eine große Persistenz hin. Auch könnten die Programme vom Volumen weiter aufgestockt werden.

### Atypischer Verlauf der Zinserwartungen...

Zinserwartungen im Euroraum während Krisen, %

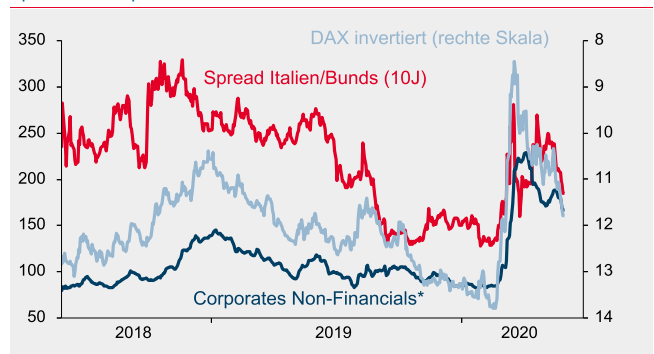


Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### ...trotzdem gelingt es, die Anleger zu beruhigen

Spread in Basispunkten

Index in Tsd.



\* Asset Swap Spread Euroraum BBB

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Novum: Keine Leitzinssenkung im Euroraum

Die neue EZB-Chefin Christine Lagarde kann mit dem bisher Erreichten zufrieden sein. Seit Mitte April hat sich der Spread italienischer Staatsanleihen gegenüber Bunds kaum verändert – nach einem Anstieg im März. Auch Unternehmensanleihen zeigten sich zuletzt relativ stabil. Die Anleger bauen darauf, dass die EZB für erträgliche Risikoaufschläge sorgt und ein Gegengewicht zur sich deutlich ausweitenden Staats- und Unternehmensverschuldung darstellt. Die ausgebliebene Zinssenkung der EZB sorgte zunächst für Verunsicherung. Die Anleger hatten nach jahrelanger Draghi-Erfahrung im März mit einer „klassischen“ Leitzinssenkung gerechnet. Die EZB verzichtete jedoch darauf, insbesondere um das angeschlagene Bankensystem zu schonen. Anders als bei den letzten Krisen 2008/2009 und 2011 haben die Erwartungen bezüglich der Geldpolitik daraufhin eine andere Richtung eingeschlagen, ablesbar an steigenden Terminmarktsätzen. An den Geldmärkten kam es zeitweise zu Verspannungen. Nimmt man jedoch die Reaktion der Aktienmärkte und der Risikoaufschläge bei Anleihen im Euroraum zum Maßstab, so hatte die ausgebliebene „klassische“ Zinssenkung keine ernstesten negativen Konsequenzen.

<sup>1</sup> TLTRO-III: Targeted Longer-Term Refinancing Operations, PELTRO: Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations

<sup>2</sup> APP: Asset Purchase Programme, PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme

Die EZB hatte schon immer eine andere Zielfunktion als ihr US-Pendant. Neben Inflation und Konjunktur rückte spätestens seit der europäischen Staatsschuldenkrise der Zusammenhalt der Währungsunion in das Zentrum der Überlegungen. Die von Mario Draghi ausgegebene Marschroute „Whatever it takes“ gilt in einem Krisenfall mehr denn je. Im Fall des herrschenden globalen Konjunkturreinbruchs unterscheiden sich die Stoßrichtungen der Notenbanken zunächst aber kaum: Es gilt, die Finanzmärkte zu stabilisieren und das schlimmste Konjunkturszenario zu verhindern. Da es für die EZB letztlich dabei immer auch um die Existenzfrage geht, wird die Geldpolitik im Euro-Raum auf längere Sicht vermutlich expansiver sein als die der Fed. In wieweit das Urteil des Bundesverfassungsgerichts dabei die Spielräume einengt, bleibt abzuwarten.

## US-Fiskalpolitik: Die Perfektion ist der Feind des Guten

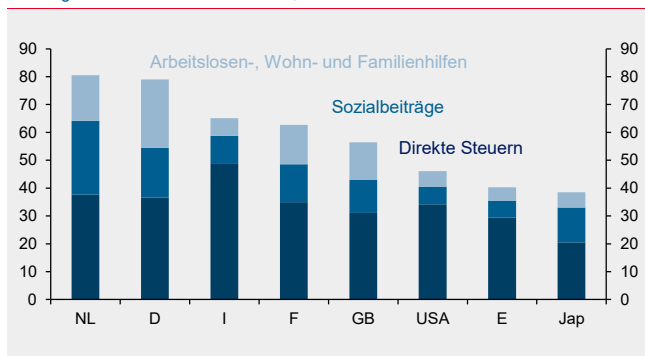
Auch in Washington D.C. haben die politisch Verantwortlichen schnell und beherzt auf die Krise reagiert. Angesichts der tiefen Gräben zwischen den Demokraten einerseits sowie den Republikanern im Kongress und Präsident Trump andererseits war dies keine ausgemachte Sache. Mit insgesamt vier Paketen unterschiedlicher Größenordnung zwischen Anfang März und Ende April hat die US-Fiskalpolitik sehr zügig umfangreiche Maßnahmen auf den Weg gebracht. Dabei wurde die Perfektion der Schnelligkeit geopfert – Beihilfen waren ab dem Beginn des Lockdown Ende März dringend erforderlich, auch wenn sie wegen Zeitdrucks nicht immer optimal gestaltet waren.

### Massive Intervention

Gemessen an den geschätzten Kosten für den Finanzminister sind die Maßnahmen deutlich umfangreicher als in Deutschland. Sie haben ein Gesamtvolumen von bisher fast 3.000 Mrd. US-Dollar (fast 15 % am BIP) und sind zudem zeitlich sehr stark konzentriert – von den wichtigsten Komponenten sieht das überparteiliche „Congressional Budget Office“ (CBO) den Löwenanteil von bis zu 90 % bereits im laufenden Fiskaljahr (bis Ende September) wirksam werden, der Rest wirkt dann im kommenden Fiskaljahr. Dies wird zu einer massiven Ausweitung des Haushaltsdefizits in diesen beiden Jahren führen. Für 2020 rücken schon allein für die Bundesebene die 20 % am BIP in Reichweite.<sup>3</sup> Entsprechend explodieren die Staatsschulden.

### USA: Diskretionäre Fiskalpolitik stärker gefordert

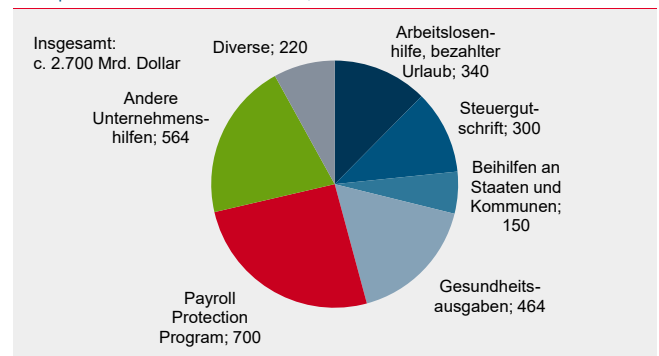
Wirkung automatischer Stabilisatoren, % des verlorenen Haushaltseinkommens\*



\* 100 %: Vollkommene Stabilisierung der Markteinkommen, 0 %: keinerlei Stabilisierung.  
Quellen: OECD, Helaba Volkswirtschaft/Research

### USA: Mehr als nur Unternehmensbeihilfen

Fiskalpolitische Maßnahmen seit März, Mrd. US-Dollar



Quellen: CBO, CNN, Helaba Volkswirtschaft/Research

Ein Grund für die überproportionale fiskalpolitische Reaktion ist die unterschiedliche Ausgangslage. Obwohl die Haushaltssituation in den USA schon vor der Krise weniger rosig war als in Deutschland, spornte das weitgehende Fehlen eines sozialen Netzes den Kongress zum Handeln

<sup>3</sup> Der Haushaltssaldo der Bundesebene für 2019 lag je nach Abgrenzung und Zeitbezug (Fiskal- versus Kalenderjahr) bei -4,5 % bis -5,5 % des BIP. In den USA ist die Verschuldungsmöglichkeit der untergeordneten Gebietskörperschaften stark eingeschränkt. Zuweisungen der Bundesebene, die deren krisenbedingte Steuer-ausfälle und Mehrausgaben ausgleichen sollen, sind daher ein wichtiger Teil der aktuellen Maßnahmenpakete.



an. Im Vergleich mit Deutschland sind die sogenannten „automatischen Stabilisatoren“<sup>4</sup> deutlich weniger wirksam. Den Abgeordneten war klar, dass ohne sofortige Maßnahmen eine noch größere sozial- und gesundheitspolitische Katastrophe drohte. Hinzu kommt, dass die USA gerade auf eine Gesundheitskrise denkbar schlecht vorbereitet sind: Millionen von Bürgern haben keine Krankenversicherung, fast alle abhängig Beschäftigten sind über ihren Arbeitgeber versichert – der Verlust des Arbeitsplatzes ist daher im Regelfall auch mit dem Verlust des Krankenversicherungsschutzes verbunden. Viele Gesundheitsdienstleistungen sind in den USA überdurchschnittlich teuer.

Der Kongress hat korrekt antizipiert, dass die Unternehmen auf den Lockdown mit drastischen Entlassungen reagieren werden. Im April stieg die Arbeitslosenquote auf fast 15 %, den höchsten Wert seit es die moderne Arbeitsmarktstatistik gibt. Im Mittelpunkt der US-Maßnahmen stehen grundsätzlich zwei Ziele: Einerseits geht es darum, bei den privaten Haushalten ausgefallene Einkommen zu ersetzen. Andererseits sollen möglichst viele Unternehmen den Lockdown überleben. Leider konterkarieren sich aber manche Instrumente, die auf Ersteres abzielen und jene, die Letzteres sicherstellen sollen.

Starke Inanspruchnahme  
des Schutzschirms „ab  
dem ersten Tag“

Den größten Anteil am Volumen der fiskalpolitischen Maßnahmen haben Kredite bzw. Beihilfen für Unternehmen verschiedener Größe. Während den größeren Unternehmen staatliche Kredite zu sehr günstigen Konditionen über die Durststrecke helfen sollen, kommen bei kleinen Unternehmen vor allem Beihilfen zum Einsatz. Von den insgesamt fast 700 Mrd. Dollar für das „Payroll Protection Program“ (PPP) sind fast 670 Mrd. Dollar potenziell Beihilfen. Hier ist aber das Wort „potenziell“ wichtig, denn die Umwandlung des Kredits in eine Subvention ist von bestimmten Bedingungen abhängig. Diese zielten in der originalen Fassung primär auf eine Fortbeschäftigung der Arbeitnehmer ab. Da aber viele Unternehmen sehr zügig Massenkündigungen ausgesprochen oder ihre Mitarbeiter zumindest in unbezahlten Urlaub („furlough“) geschickt haben, fallen bei ihnen die meisten Kosten, die sie für die Beihilfe ansetzen könnten, gar nicht mehr an. Dies stellt den scheinbaren Erfolg dieses Instruments – bis Mitte Mai sind immerhin schon rund 4,2 Mio. Kredite im Gesamtumfang von über 550 Mrd. Dollar ausgezahlt worden – in Frage. Anfang Juni vorgenommene Änderungen am PPP kommen zwar den Wünschen der Unternehmen entgegen, sie untergraben aber die ursprüngliche Intention des Instruments.

Damit kommt ein zweiter Pferdefuß der US-Maßnahmen ins Spiel: Die Aufstockung der Arbeitslosenhilfe könnte zu hoch ausgefallen sein. So wurde diesmal nicht nur wie in der Finanzkrise deren Anspruchszeitraum deutlich verlängert, sondern die wöchentliche Zahlung um 600 Dollar/Woche aufgestockt. Da die normale Hilfe nur bei durchschnittlich 400 Dollar/Woche liegt und ein Durchschnittsverdiener in den USA auf rund 900 Dollar Wochenverdienst kommt, ist dies für viele lukrativer als zu arbeiten (und gegebenenfalls mit einem geringeren Infektionsrisiko verbunden). Damit stehen Unternehmen im Rahmen des PPP vor der Frage, ob sie entlassene Mitarbeiter wieder einstellen sollen/können, um die Bedingungen des Programms zu erfüllen, selbst wenn noch immer keine Arbeit anfällt und Entlassene sich kurzfristig finanziell verschlechtern würden.

Auch die Einkommensteuergutschrift für private Haushalte von bis zu 1.200 Dollar pro Alleinstehendem ist alles andere als optimal. Sie kostet den Finanzminister geschätzte 300 Mrd. Dollar (1,5 % am BIP). Degressiv gestaltet, profitieren zwar die meisten Millionäre nicht von ihr. Dennoch ist dies eine Mittelverteilung „mit der Gießkanne“, die Mitarbeiter von „Krisengewinnler-Unternehmen“ ebenso erreicht wie Leute, die wegen Covid-19 ihren Job verloren haben. Trotz der hohen Kosten ist diese Einmalzahlung bei weitem nicht genug, um die Einkommensausfälle der meisten Haushalte zu ersetzen, selbst wenn der Lockdown noch im zweiten Quartal enden sollte. Auch kommt das Geld bei vielen Haushalten wohl verspätet an. Nur jene, deren Kontodaten die Steuerbehörden gespeichert haben, profitierten zeitnah von einer elektronischen Gutschrift. Andere müssen voraussichtlich „Monate“ auf die Zusendung eines Papierschecks warten.

<sup>4</sup> Dieser Begriff beschreibt den Effekt, dass eine moderne Fiskalpolitik über Ausgaben und Einnahmen automatisch kontrazyklisch wirkt: Im Boom fallen die Sozialausgaben und die Steuereinnahmen steigen – in der Rezession ist es umgekehrt.

Insgesamt sind dies bisher alle Notmaßnahmen. Angesichts der erheblichen Unsicherheiten über den weiteren Verlauf der Pandemie, den Umfang der ökonomischen Schäden und das Ausmaß an Verhaltensänderungen seitens der Wirtschaftsakteure ist ein solcher kurzer Horizont wohl auch angemessen. Wenn sich klarer abzeichnet, wie deutlich die kurzfristige Erholung beim Output und bei der Beschäftigung ausfällt, lässt sich die Notwendigkeit zusätzlicher, mittel- bis langfristiger Stimulus-Instrumente besser beurteilen. Es ist aber davon auszugehen, dass diese in den kommenden Monaten weiter diskutiert und – wenn auch vielleicht erst nach den Wahlen im November – auf den Weg gebracht werden.

## US-Geldpolitik: Fed sichert Funktionieren der Anleihenmärkte

Die Fed hat ab Anfang März die Leitzinsen gesenkt, wofür sie verglichen mit der EZB mehr Spielraum hatte. Aktuell ist der Zielkorridor für die Federal Funds Rate wieder zum „effective lower bound“ von 0 % bis 0,25 % zurückgekehrt. In dieser ersten Phase der Krise sieht die Fed ihren Hauptauftrag nicht darin, konjunkturellen Stimulus zu generieren – dies wäre angesichts des Lockdown kaum möglich. Stattdessen zielt sie darauf ab, die Wirtschaft mit ausreichend Liquidität auszustatten, damit die Kreditversorgung gewährleistet ist – die zentrale Herausforderung in einer Zeit, in der die Mehrheit der Akteure plötzliche und umfangreiche Cashflow-Probleme hat.

Wegen der relativ größeren Bedeutung der Finanzmärkte (im Gegensatz zum Bankkredit) legte die US-Notenbank neben der Stabilisierung des Bankensystems auch einen Fokus darauf, die wichtigen Kapitalmärkte liquide zu halten. Dies erklärt die Vielzahl der Einzelmaßnahmen, die die Fed in den vergangenen Wochen zusätzlich zum „unbegrenzten“ Kaufprogramm für Staats- und Hypothekenanleihen auf den Weg gebracht hat. Einzelne Programme sollen z.B. das Funktionieren des Geldmarktes, der Märkte für „Asset-backed Securities“ und für kurz- bzw. länger laufende Unternehmensanleihen sicherstellen. Dies erklärt auch, warum die Ausweitung der Notenbankbilanzsumme (siehe Chart S. 10) in den USA zuletzt deutlich stärker ausgefallen ist als in der Eurozone.

Fed-Käufe übersteigen  
Neuemission des Staates

Der Fed ist es zudem nicht wie der EZB eigentlich verboten, den Staat über die Notenpresse zu finanzieren. Insofern ist der Kauf von netto fast 1.600 Mrd. Dollar an Treasury-Anleihen seit Anfang März etwas weniger problematisch als es die schiere Größe – im Gesamtjahr 2019 nahm der US-Finanzminister knapp 1.000 Mrd. Dollar Neuschulden auf – nahelegt. Im Mittelpunkt der US-Debatte stehen daher auch eher die Kreditvergabe der Fed an neue private „Kundengruppen“ (große Unternehmen, teilweise im riskanten „High Yield“-Bereich) und ihre Intervention am „Muni“-Markt (Anleihen der Einzelstaaten, Kommunen und Zweckverbände).

Noch auf sich warten lässt eine der wichtigsten Komponenten der Fed-Maßnahmen, das sogenannte „Main Street Lending Program“. Hier sollen unter Verwendung von Eigenkapital der Treasury umfangreiche subventionierte Kredite an kleine und mittlere Unternehmen mit „good financial standing“ vor der Krise vergeben werden. Bis Ende Mai ist dieses Programm wegen seiner hohen Komplexität noch nicht gestartet. Die Programme, die schon laufen, generieren aber bereits jede Menge Liquidität, und auch die in viele Instrumente eingebundenen Geschäftsbanken und anderen privaten Kreditinstitute sorgen offenbar für eine zügige Kreditvergabe – sicher auch, weil sie wissen, dass der Staat bzw. die Fed für den Löwenanteil haften.

Insgesamt zeigen sich die Fed-Vertreter zufrieden mit der Wirkung ihrer Maßnahmen: Die Risiko-Spreads für Banken sind gesunken und die Emissionstätigkeit läuft auf vielen Märkten. Die Frage nach der absoluten Höhe des Zinsniveaus und der „angemessenen“ oder „akzeptablen“ Risikoaufschläge spielt in den USA im Gegensatz zur Lage in der Eurozone bisher eine untergeordnete Rolle. Es kann allerdings dann akut werden, wenn die Fed anfängt, das Volumen ihrer Wertpapierkäufe deutlicher zurückzufahren. Dies wird aber erst passieren, wenn die Phase der unmittelbaren Krise vorüber ist.



## Fazit: Die USA machen mehr – es aber nicht unbedingt besser

Eine vergleichende Analyse der „Schutzschirme“ ist komplex. Viele Dinge sind noch ungewiss, nicht zuletzt der Erfolg der Maßnahmen. Für ein abschließendes Urteil ist es daher sicher zu früh: Nach zwölf Jahren ist beispielsweise noch immer umstritten, welche Maßnahmen in der Finanzkrise angemessen waren und welche nicht. Diesmal wird es nicht anders sein. Wir können also nicht mehr tun, als ein vorläufiges Fazit auf Basis der heute vorliegenden Informationen zu ziehen. Instrumente werden angepasst, aufgestockt oder gekürzt. Neue können hinzukommen.

Trotz dieser Einschränkungen lässt sich sagen, dass in den USA Regierung und Notenbank grundsätzlich „mehr gemacht haben“ als ihre Pendanten bei uns. Dies liegt teilweise am größeren Handlungsbedarf. Das weitgehende Fehlen eines sozialen Netzes bedeutet, dass einige der Krisenmaßnahmen den Zustand dort erst mal an das normale deutsche Niveau annähern. Hinzu kommt, dass die reinen Ausgaben- und Defizitzahlen nicht die ganze Wahrheit widerspiegeln. Zählt man beispielsweise alle Garantien zu den anderen unmittelbar defizitwirksamen Ausgaben hinzu, so kann Deutschland wegen seiner umfangreichen Bürgschaften – wie in der Presse berichtet – nach manchen Berechnungsmethoden gar als „Weltmeister der Corona-Hilfen“ dastehen.<sup>5</sup>

Beide Regierungen waren dabei – im Vergleich zu anderen europäischen Ländern sowie vielen Schwellenländern – in ihrem fiskalpolitischen Handlungsspielraum nicht nennenswert eingeschränkt. Deutschland profitierte von seiner vorher oft gescholtenen soliden Haushaltspolitik, die USA von der Rolle des Dollar als Weltreservewährung und der Fed als „buyer of last resort“. Beiderseits des Atlantiks haben die Regierungen insgesamt sehr zeitnah und entschlossen gehandelt. Bedenken, dass sich die bei uns auf nationaler und EU-Ebene geltenden Haushaltsregeln als Hindernis erweisen könnten, haben sich nicht bestätigt. Die Regierung war voll handlungsfähig, die Regelwerke flexibel genug. Dies sollte man bei den sicher kommenden Diskussionen über deren mögliche Reform im Hinterkopf behalten.

Bisher weitgehend  
zielorientiertes Vorgehen

Eine Bewertung einzelner Instrumente als „gut“ oder „schlecht“ ist nur eingeschränkt sinnvoll. In der Finanzkrise wurde das deutsche Kurzarbeitermodell als „Goldstandard“ gefeiert. Es überrascht daher wenig, dass es nun wiederbelebt wurde. Vor allem die US-Hilfen für die privaten Haushalte hätten besser gestaltet werden können. Die „Rettung“ von Unternehmen öffnet hier wie dort Mitnahmeeffekten und Betrug Tür und Tor, aber dies ist wegen des hohen Zeitdrucks wohl in gewissem Umfang unvermeidlich. Entscheidend wird sein, wie transparent und nachvollziehbar die Beihilfen in der Praxis sein werden. Hier scheinen die Amerikaner einen leichten Vorsprung zu haben. Auch die Abrufgeschwindigkeit von Hilfskrediten war in den USA wohl höher als bei uns. Positiv zu vermerken war in beiden Fällen ein zunächst weitgehender Verzicht auf den beliebten Trick, eine Krise zu nutzen, um endlich schon länger verfolgte Ziele unter einem neuen Deckmantel durchsetzen zu können. Breitere sozial- oder umweltpolitische Erwägungen wurden (zumindest bis Ende Mai) zu Recht hinten angestellt. Obwohl dieses „never waste a good crisis“-Verhalten auf europäischer Ebene teilweise schon von Anfang an zu beobachten war, haben die bislang überschaubaren Fortschritte beim Einsatz von supranationalen Instrumenten solche Tendenzen ausgebremst.

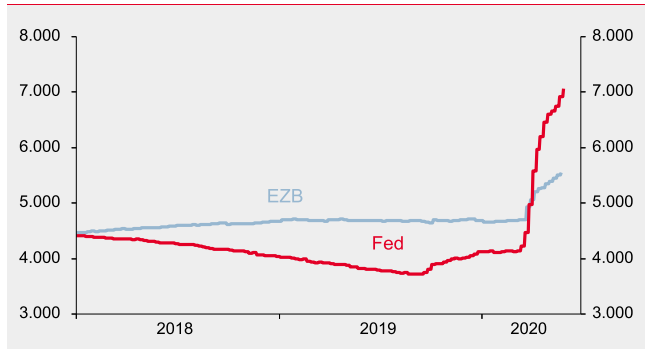
Der Nexus zwischen den fiskalischen Maßnahmen und der Notenbankpolitik ist der Markt für Staatsanleihen. Durch den wirtschaftlichen Schock und die massiven Belastungen für die Staatshaushalte sind die Risikoaufschläge für öffentliche Anleihen im Frühjahr spürbar gestiegen. Diese Entwicklung wurde zwar von der Fed erfolgreich eingefangen. In Deutschland haben sich die Risikoprämien aber zuletzt weiter erhöht. Hintergrund sind hier wohl auch die unterproportionalen Käufe von Bundesanleihen durch das neue PEPP der EZB. Sicher spielen aber darüber hinaus zunehmende Sorgen an den Finanzmärkten eine Rolle, dass sich der Rest der EU zukünftig stär-

<sup>5</sup> Dies beruht auf einer Analyse des IWF vom April, in der unter Berücksichtigung aller Garantien Deutschland gemessen am BIP tatsächlich auf den höchsten Wert kam. Inzwischen sind allerdings überall zusätzliche Maßnahmen ergriffen worden und der Vergleich hinkt insofern, als die von der Fed gehebelten Kreditprogramme (für die über die Notenbank letztlich auch der Finanzminister haftet) nicht umfassend mitgezählt wurden.

ker Deutschlands hohe Bonität zu Nutzen machen will, ob über explizite Eurobonds oder den Einstieg in eine schleichende implizite Schuldenunion.

### Bilanzsummen: Fed überholt EZB

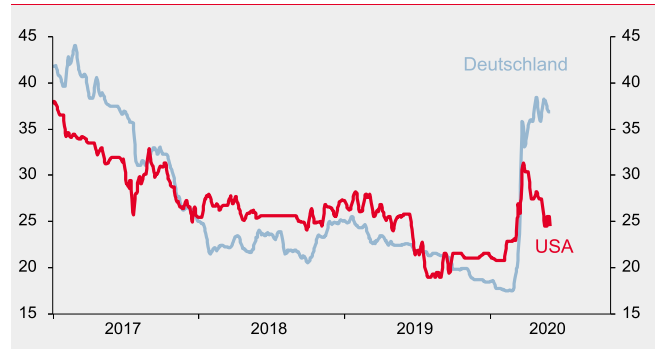
Bilanzsummen der Notenbanken, Mrd. Euro bzw. US-Dollar



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Höhere Risikoaufschläge in Deutschland

Kreditausfallprämien 10-jähriger Staatsanleihen, Basispunkte



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bei den Notenbanken hat die Fed mit ihren relativ umfangreicheren Wertpapierkäufen den um einiges größeren Dollar-Anleihenmarkt im Visier. Schon diese Diskrepanz allein erklärt einen Teil des Unterschieds bei der Ausweitung der Bilanzsumme. Auch ist die in der EU eigentlich gewünschte klare Trennung zwischen Fiskal- und Geldpolitik in den USA schon in den vergangenen Wochen weitgehend verschwunden. Es bleibt abzuwarten, ob die EZB in ihrem Bestreben, die Eurozone zusammen zu halten, das Verbot der Staatsfinanzierung so weit dehnt, dass wie in der Schuldenkrise vielerorts Schäden am Rechtsstaatsempfinden entstehen.

### Ausblick: Und was kommt jetzt?

Stimulus rückt in den Vordergrund

Die politische Diskussion in Deutschland und auf EU-Ebene ist schon in der nächsten Phase angekommen – dem sogenannten „Wiederaufbau“. Dies ist wohl in erster Linie ein Euphemismus für massive staatliche Ausgabenprogramme aller Art. Der Fokus in der öffentlichen Diskussion auf Summen statt auf konkrete Maßnahmen stimmt nachdenklich. Zumindest beim deutschen Konjunkturpakete scheinen sich starke Lobbies nicht durchgesetzt zu haben. Ob dies anderswo ebenso gelingt, bleibt offen. Die Erfahrungen in der Vergangenheit bieten eher Anlass für Pessimismus.

In Washington diskutiert man hingegen noch immer über die Aus- und Umgestaltung der bestehenden kurzfristigen Instrumente. Vorschläge von beiden Seiten des politischen Spektrums fokussieren auf weitere Schritte zur Stabilisierung der Lage und nicht auf ein konjunkturelles Stimuluspaket. Die Republikaner fordern insbesondere Rechtssicherheit für die Unternehmen, die im Land der unbegrenzten Sammelklagen sonst neuen existenziellen Risiken ausgesetzt wären, wenn sich Beschäftigte am Arbeitsplatz infizieren. Die Demokraten haben im Repräsentantenhaus ein 3.000 Mrd. Dollar schweres Paket mit zusätzlichen Nothilfen, auch für die Staaten und Kommunen, verabschiedet, das aber wohl keine Chancen hat, Gesetz zu werden. Präsident Trump liebäugelt mit einem Senken oder Aussetzen der Sozialversicherungsbeiträge („payroll tax“).

In der „Post-Covid-19“-Zeit werden die durch die Krise entstandenen (und durch Nothilfen vermiedenen) Schäden ein Standortfaktor sein. Ein Land, das gut durch die Krise kam, kann bessere Bedingungen bieten als andere. In welchem Umfang die Politik international bereit ist, dies hinzunehmen, bleibt abzuwarten. Der Gesamteffekt hängt aber nicht nur vom Umfang der Krise im jeweiligen Gesundheitssystem ab (der ja auch schon nur bedingt zufällig war), sondern nicht zuletzt von der Handlungsfähigkeit des politischen Systems, der Kompetenz der Entscheidungsträger und der Fähigkeit der Bevölkerung, die angestrebte Eindämmung der Pandemie mit möglichst geringer Disruption des öffentlichen und ökonomischen Lebens hinzubekommen. Wie national unterschiedliche Ansätze beim Klimaschutz birgt die Pandemie damit ein erhebliches Risiko für den freien Austausch von Waren und Dienstleistungen – alias „Globalisierung“.

## Fiskalpolitische Maßnahmen

Was	Beschreibung	Wie viel	Zeitraum
<b>Deutschland</b>			
Gesundheitsausgaben	Schutzausrüstung, Impfstoff-Entwicklung etc.	3,5 Mrd. €	ab April
Pandemie-Bekämpfung	Ausgaben nicht genau definiert	55 Mrd. €	ab Ende März
Ausweitung der sozialen Sicherung	Erleichterter Zugang zur Grundsicherung für Selbständige, Ausgleich von Verdienstaufschlägen bei fehlender Kinderbetreuung	7,5 Mrd. €	ab Ende März
Liquiditätshilfe für Selbständige und KMU	Einmalige Soforthilfen für Selbständige und Unternehmen bis 5 Beschäftigte bis zu 9.000 € und bis 10 Beschäftigte bis zu 15.000 €	50 Mrd. €	ab 28. März
Garantierahmen des Bundes	Erhöht von 465 auf 820 Mrd. €, Flexibilitätsklausel von 20 % auf 30 % erhöht, damit gesamter Garantierahmen fast 1,07 Billionen €	1,07 Billionen €	ab März
Wirtschaftsstabilisierungsfonds (WSF)	Garantien 400 Mrd. €, Beteiligungen an Großunternehmen 100 Mrd. €, Finanzierung von KfW-Programmen 100 Mrd. €	600 Mrd. €	ab 28. März bis vorerst Ende 2021
Unterstützung für Start-ups	Wagniskapitalfonds, der zusätzliche öffentliche Mittel über die neue Corona-Matching-Fazilität zur Verfügung stellt. Für Start-ups und kleine Mittelständler, die keinen Zugang über die Fazilität haben, werden weitere Wege zur Sicherstellung ihrer Finanzierungen eröffnet. Enge Zusammenarbeit mit den Ländern	2 Mrd. €	nur Matching-Fazilität ab 14. Mai, Rest in Planung
Kurzarbeitergeld	Zugang erleichtert und erhöht, Arbeitslosengeldbezug einmalig um 3 Monate verlängert	2 Mrd. €	ab 1. März für 12 Monate
Steuerliche Maßnahmen	Erstattung und Anpassung von Steuervorauszahlungen, Stundung von Steuerzahlungen, Vollstreckungsmaßnahmen ausgesetzt, Senkung Umsatzsteuer auf Speisen in der Gastronomie, Steuerfreistellung von Aufstockungen des Kurzarbeitergeldes	abhängig von Inanspruchnahme und Umsatzentwicklung	ab März bis Ende 2020, USt Gastronomie: Juli 2020 bis Juni 2021
Konjunkturprogramm	Senkung der Mehrwertsteuer von 19 % auf 16 % (ermäßigt: von 7 % auf 5 %), einmaliger Kinderbonus, Innovationsprämie für Elektrofahrzeuge, Verbesserung der Forschungsförderung, degressive Abschreibung, steuerlicher Verlustrücktrag, Deckelung der Sozialversicherungsbeiträge auf 40 % bis 2021, Förderung von Schlüsseltechnologien u.a.	130 Mrd. €	zumeist bis Ende 2021 MwSt: nur 2. Halbjahr 2020
<b>Europäische Union</b>			
EIB	Bürgschaften und Kredite für Firmen; Fokus kleine und mittlere Unternehmen (KMU); EU-Länder hinterlegen 25 Mrd. € als Garantien, zusammen mit lokalen Banken und nationalen Förderinstituten sollen 200 Mrd. € mobilisiert werden	gehebelt 200 Mrd. €	geplant 1. Juni bis Ende 2021, Verlängerung möglich
	Soforthilfepaket (Garantien und Kredite v.a. für KMU)	gehebelt 40 Mrd. €	seit Mitte März
ESM	Darlehen an Euro-Staaten ohne Zinsaufschlag, bis max. 2 % des jeweiligen BIP zur Bekämpfung der direkten und indirekten Gesundheitskosten der Pandemie, ohne sonst übliche Auflagen wie Reformen	240 Mrd. €	seit 15. Mai

Was	Beschreibung	Wie viel	Zeitraum
SURE	Kredite für Arbeitsmarktmaßnahmen (Kurzarbeiterhilfen und für Selbständige) v.a. für stark betroffene Staaten; EU-Länder müssen 25 Mrd. € als Garantien hinterlegen, damit Geld am Kapitalmarkt aufgenommen werden kann	gehebelt 100 Mrd. €	1. Feb. 2020 bis Ende 2022, Verlängerung möglich
Investitionsinitiative	Umwidmung von Strukturfondsmitteln: EU hat 8 Mrd. € vorfinanziert, die bisher nicht verwendet wurden. Diese dürfen nun für neue Projekte einbehalten werden, zusätzliche Kofinanzierung aus EU-Haushalt von 29 Mrd.	37 Mrd. €	läuft bereits, bis mind. 2025
Umbau des aktuellen EU-Haushaltsrahmens (geplant)	Nicht verwendete Gelder sollen zur Krisenbekämpfung verfügbar gemacht werden	11,5 Mrd. €	2020
„Next Generation EU“ (geplant)	Kombination aus Aufbauhilfe für Staaten aus EU-Mitteln, Förderung privater Investitionen und „Lehren aus der Krise“ (Forschung, Gesundheit, Katastrophenschutz); Kernstück Wiederaufbaufonds: EU-Kommission soll Geld am Kapitalmarkt aufnehmen und als Zuschüsse (310 Mrd. €) bzw. als Kredite (250 Mrd. €) an betroffene Staaten weiterreichen; enthält außerdem „React EU“, die Aufstockung der aktuellen Kohäsionsprogramme (55 Mrd. €)	750 Mrd. € (500 Mrd. € Zuschüsse, 250 Mrd. € Kredite)	Auszahlung 2021-2024 Rückzahlung der Kredite 2028-2058 React EU: 5 Mrd. € 2020, 50 Mrd. € 2021/2022
<b>USA</b>			
„Phase 1“-Paket	Mehrausgaben für Gesundheit; Kredite an kleine Unternehmen	8 Mrd. \$	März bis Sep. 2022
„Phase 2“-Paket	Mehrausgaben für Gesundheit und Soziales; zusätzliche Mittel für Arbeitslosenhilfe; bis zu 2 Wochen „sick/medical leave“ wegen Covid-19 für alle Beschäftigten; bis zu 12 Wochen „child-care leave“	192 Mrd. \$	ab März
„Phase 3“-Paket	Payroll Protection Program (PPP): Small Business Administration(SBA)-Kredite für kleine Unternehmen/Selbstständige unter 500 Mitarbeitern (Ausnahme: Gastronomie- und Beherbergungsbranche 500 pro Arbeitsstätte); bis zu 349 Mrd. \$ werden in Beihilfen umgewandelt, wenn das Unternehmen Auflagen erfüllt; Vergabe ohne Sicherheiten/Garantien, Kreditnehmer bestätigt Ursache Covid-19, Laufzeit 2 Jahre (keine Vorfälligkeitsentschädigung); keine Tilgung/Zinszahlung für 6 Monate; 1 % Zins; maximale Auszahlung 10 Mio. \$ oder das 2,5fache der monatlichen Gehaltssumme; für Schuldenerlass muss Unternehmen Nachweise für Kosten in den 8 Wochen nach Kreditaufnahme erbringen (maximal 25 % für Nichtpersonalkosten); Kreditvergabe läuft über „SBA-Lenders+“ (sie erhalten Subvention von 1-5 % der Kreditsumme); 30 Mrd. \$ in Beihilfen für laufende SBA-Kredite und Nothilfen.	380 Mrd. \$	Kreditaufnahme 3. April bis 30. Juni (s.u.)
	„Tax rebate“ von 1.200 \$ (Paare: 2.400 \$) plus \$ 500/Kind; bei höheren Einkommen abgeschmolzen (ab 75.000 \$/Jahr für Alleinstehende, 115.000 \$ Haushaltsvorstand, 150.000 \$ gemeinsame Veranlagung – bei Alleinstehenden kein „rebate“ bei mehr als 100.000 \$ Einkommen.	300 Mrd. \$	ab April

Was	Beschreibung	Wie viel	Zeitraum
	Erhöhung der Arbeitslosenhilfe um 600 \$/Woche mit Ziel fast 100 % Lohnersatz; Ausdehnung auf Selbstständige u.a. Gruppen ohne vorherige „payroll tax“-Beiträge, maximale Auszahlungsdauer um 13 Wochen verlängert; Bund übernimmt manche Kosten von den Staaten; Zahlung des Arbeitgeberbeitrags fürs Rentensystem bis Dez. 2020 ausgesetzt	260 Mrd. \$	Aufstockung: 4 Monate ab April, Anwendung auf Selbstständige: bis Ende 2020
	Steuersubvention für Studentenkredite; Mandat für private Krankenversicherungen, alle Covid-19 Kosten (einschl. Tests und Impfungen) zu übernehmen; sonstige Maßnahmen	130 Mrd. \$	ab April
	Beihilfen für größere Unternehmen: 29 Mrd. \$ Kredite für Fluglinien, 17 Mrd. \$ für „kritische“ Industrien (z.B. Flugzeughersteller); 32 Mrd. \$ „payroll support“; 450 Mrd. \$ Eigenkapital für Kreditfazilitäten der Fed (s.u.); Aktienrückkäufe verboten, scharfe Berichtspflichten/Überwachung; steuerliche Entlastung für Flugreisen; Steuergutschrift für Unternehmen aller Größen: 50 % der ersten 10.000 \$ Arbeitskosten/Beschäftigten für alle, die weiterbeschäftigt werden	500 Mrd. \$	ab April
	Soziales Netz: Lebensmittelgutscheine (SNAP), Schulverpflegung	26 Mrd. \$	ab April
	Beihilfen für untergeordnete Gebietskörperschaften	150 Mrd. \$	ab April
	Zusatzausgaben in erster Linie für Gesundheit (130 Mrd. \$ für Krankenhäuser u.a. Anbieter)	150 Mrd. \$	ab April
	Sonstige steuerliche Entlastungen, insbes. volle Verrechnungsfähigkeit von Verlusten aus unternehmerischer Tätigkeit	160 Mrd. \$	ab April
„Phase 3.5“-Paket	PPP wird aufgestockt (ursprüngliches Volumen war Mitte April erschöpft)	320 Mrd. \$	ab Ende April bis Sep. 2020
	Beihilfen für Gesundheitsdienstleister (75 Mrd. \$); Mittel für Virustests (25 Mrd. \$)	100 Mrd. \$	ab Ende April bis Sep. 2020
	Kredite/Beihilfen für kleine Unternehmen (außerhalb des PPP)	60 Mrd. \$	ab Ende April bis Sep. 2020
„PPP Flexibility Act“	Änderungen am PPP: Verlängerung der Frist von 8 auf 24 Wochen; Deckel für Nichtlohnkosten steigt auf 40 % der Summe; Streckung der Laufzeit auf 5 Jahre und der tilgungsfreien Zeit von 6 auf 10 Monate, u.a.		ab Anfang Juni

## Geldpolitische Maßnahmen

Was	Beschreibung	Wie viel	Zeitraum
<b>EZB</b>			
Weitere Lockerung der TLTRO III-Konditionen	Senkung des Zinssatzes für TLTRO III auf bis zu 50 Bp. unterhalb des Einlagenzinses Liquiditätshilfen für Bankensystem, Abbau der Verspannungen am Geldmarkt, Vorbeugen einer Kreditklemme		ab Juni
PELTRO (nicht zielgerichtete Pandemie-Notfall-LTROs)	Zinssatz 25 Bp. unterhalb Hauptrefinanzierungssatz; Liquiditätshilfen für Bankensystem, Abbau der Verspannungen am Geldmarkt, Vorbeugen einer Kreditklemme		ab Juni
Bestandsschutz für markt-gängige Repo-Sicherheiten	Sicherheiten, die am 07.04.2020 unter die Mindest-ratinganforderungen fielen, aber später von Ratingagenturen unter das bisher als Schwelle geltende Niveau von BBB- herabgestuft wurden; neuer Schwellenwert: BB; Bewertungsabschläge entsprechen auch weiterhin tatsächlichen Ratings		ab April
Sicherheiten für Liquiditätsprogramme	Vorübergehende Lockerungen, z.B. bei Kreditforderungen und griechischen Staatsanleihen; generell werden niedrigere Haircuts akzeptiert		ab April
Pandemie-Ankaufprogramm (PEPP)	Erweiterung auf Non-financial Corporate Commercial Paper, maximaler Anteil der EZB beim Ankauf von Wertpapieren eines Emittenten oder eines Eurolandes von bisher einem Drittel gilt nicht mehr	1.350 Mrd. €	ab März bis mind. Mitte 2021
Aufstockung des Asset Purchase Programme (APP)	Vorübergehende Ausweitung zusätzlich zu monatlich 20 Mrd. € Nettokäufen	120 Mrd. €	ab März bis mind. Ende 2020
Zusätzliche langfristige Refinanzierungsprogramme (LTRO)	Überbrückung bis zur TLTRO-III Tranche im Juni 2020 zur Liquiditätsunterstützung		ab März
Günstigere Konditionen für alle TLTRO III-Tranchen	Senkung Zinssatz für TLTRO-III auf bis zu 25 Bp. unterhalb des Einlagenzinses; reduzierte Collateral-Anforderungen		ab Juni bis Ende 2020
<b>US-Notenbank</b>			
Regulatorische Entlastung	Lockerung von Regeln, flexible Anwendung zur Entlastung der Finanzinstitute		ab März/April 2020
Leitzins & Primary Credit Rate gesenkt	Zielband für Federal Funds Rate von 1,50 % bis 1,75 % im Februar auf 0,0 % bis 0,25 %; Abstand Primary Credit Rate zum oberen Rand des Zielbands von 50 auf 0 Bp.		ab 3. März
Währungs-Swaps & FIMA	Bereitstellung von internationaler USD-Liquidität für ausländische Notenbanken		ab März
Interventionen am Repo-/ Treasury-Markt	Offenmarktgeschäfte zur Wiederherstellung der Marktliquidität, nachdem Anleger selbst Treasury-Anleihen en masse verkauften, um an Cash zu kommen	unbegrenzt	ab März
Commercial Paper Facility (CPFF)	Liquiditätsversorgung für Markt mit kurzfristigen privaten Anleihen. Verbessert Kreditfluss für Auto- und Hypothekenkredite, erleichtert kurzfristige Unternehmensfinanzierung; Treasury: 10 Mrd. \$ Eigenkapital		ab 17. März, Käufe bis März 2021



Was	Beschreibung	Wie viel	Zeitraum
Primary Dealer Credit Facility (PDCF)	Sehr großzügige Sicherheitenregel für Vergabe von Fed-Liquidität an „Primary Dealer“; Laufzeit 90 Tage		ab 17. März, mind. 6 Monate
Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF)	Stützung von Geldmarktfonds über Notenbankkredite gegen Geldmarktpapier-Sicherheiten, Sicherstellung der Liquidität im Fall von Mittelabflüssen		ab 18. März, Kreditvergabe bis Sep. 2020
Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF)	Liquidität für Investment Grade Unternehmen (Stand 20. März) über Kauf von neu-emittierten Unternehmensanleihen und Kreditverbriefungen (Laufzeiten bis vier Jahre); 50 Mrd. \$ Eigenkapital von der Treasury		ab 23. März, Käufe bis max. Sep. 2020
Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF)	Liquidität für Sekundärmarkt Unternehmensanleihen: für Investment Grade Unternehmen (Stand 20. März) und ETF, die auch Junk-Anleihen halten; 25 Mrd. \$ Eigenkapital von der Treasury		ab 23. März, Käufe bis max. Sep. 2020
Beide zusammen		bis 750 Mrd. \$	
Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	Verbesserung des Kreditflusses durch Notenbankkredite gegen ABS-Sicherheiten (auf Basis von Studenten-/Auto-/Kreditkartenschulden und SBA-Krediten); Laufzeit bis drei Jahre	bis zu 100 Mrd. \$	ab 23. März, Kreditvergabe bis Sep. 2020
Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF)	Hebelt das PPP (siehe oben) durch Notenbankkredite an Finanzinstitute gegen herausgegebene PPP-Kredite als Sicherheit		ab 9. April, Kreditvergabe bis Sep. 2020
Municipal Liquidity Facility	Abfedern von Liquiditätsproblemen bei Staaten und Gemeinden; Kauf neu emittierter Anleihen (Laufzeit bis 3 Jahre); mögliche zukünftige Interventionen am Sekundärmarkt	bis zu 500 Mrd. \$	ab April, Käufe bis Dez. 2020
Main Street Lending Program	Unterstützung für KMU „in good financial standing before the crisis“ (bis 15.000 Beschäftigte, Umsatz unter 5 Mrd. \$); Ankauf von Krediten (95 % oder bei riskanteren 85 %, 5 %/15 % bleibt bei der Bank); Laufzeit bis 4 Jahre; kein Zins/Tilgung für ein Jahr; 75 \$ Mrd. Eigenkapital von der Treasury; Zins: Libor +300 Bp.; Mindestvolumen 10.000 \$ oder 500.000 \$, Maximalvolumen 200 Mio. \$	bis zu 600 Mrd. \$	Anfang Juni, Käufe bis Sep. 2020

Anmerkung: Summen z.T. geschätzt

Quellen: Deutsches Finanzministerium, EZB, Federal Reserve Board, CBO, CNN, EU-Kommission, Helaba Volkswirtschaft/Research ■