

// ZEW-Kurzexpertise 20-04 · 06.04.2020

Friedrich Heinemann

EUROPÄISCHE FINANZINSTRUMENTE IN DER CORONA-KRISE

ESM-LIQUIDITÄTSHILFE
VERSUS CORONA-BONDS

1. DIE PROBLEMLAGE

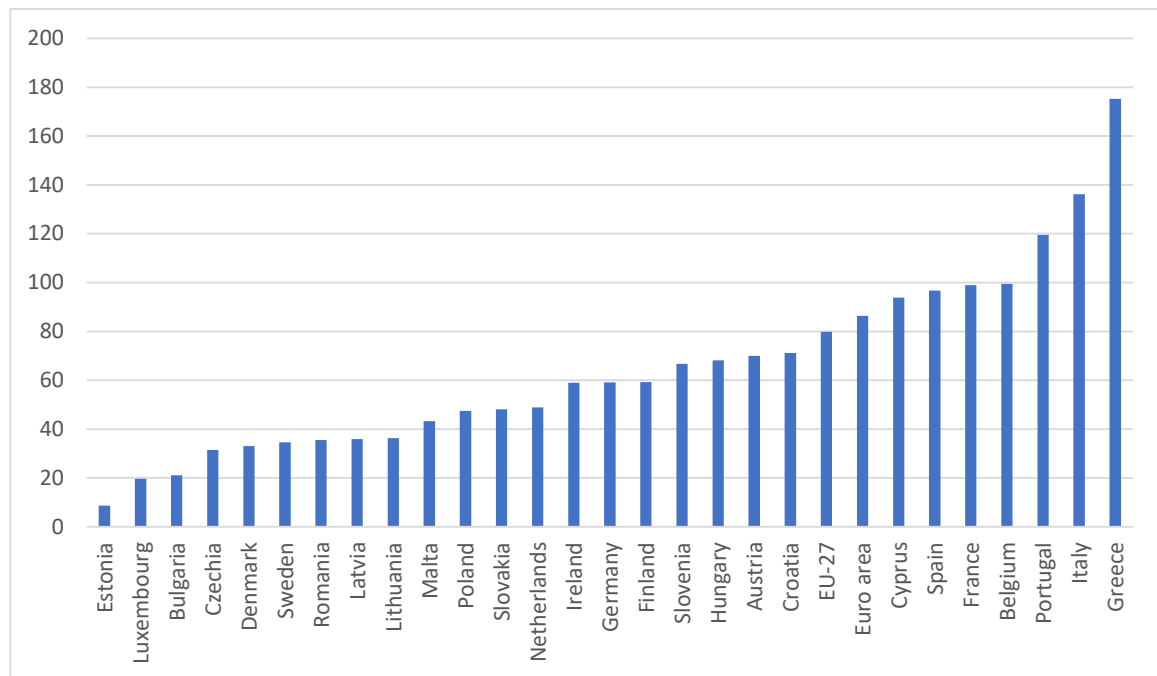
Die COVID-19-Pandemie ist nicht nur eine humanitäre Krise, sondern auch ein einschneidendes ökonomisches Krisenereignis. Die ökonomischen und finanziellen Folgen sind derzeit nicht seriös abschätzbar und hängen entscheidend davon ab, inwieweit die gegenwärtig verfolgten Eindämmungsstrategien erfolgreich sind und wie lange und in welcher Weise das Herunterfahren des öffentlichen Lebens andauert. Nach allen bisherigen Abschätzungen (z.B. Dorn et al., 2020) ist die Erwartung gerechtfertigt, dass eine Rezession in der Größenordnung der globalen Finanzkrise von 2008/09 bereits unvermeidbar ist und auch eine deutlich tiefere Rezession mit einem zweistelligen Rückgang des BIP im Jahr 2020 in Deutschland und anderen betroffenen Industriestaaten heute noch nicht ausgeschlossen werden kann.

Die ökonomischen Folgen der Pandemie sind deshalb so gravierend, weil es sich um einen kombinierten Angebots- und Nachfrageschock handelt, der simultan in weiten Teilen der Welt und gleichermaßen in Industrie- und Schwellenländern auftritt. Auf der Angebotsseite leidet die Produktion durch die „Shutdowns“ des öffentlichen Lebens und weiter Teile des Dienstleistungssektors, durch die verringerte Verfügbarkeit von Arbeitskräften aufgrund von Quarantäne oder Schul- und Kita-Schließungen und durch Störungen der globalen Lieferketten. Auf der Nachfrageseite verringert ein abrupter Absturz in der Unternehmens- und Konsumentenzuversicht die Bereitschaft zu konsumieren oder zu investieren. Hinzu kommt, dass Konsummöglichkeiten massiv eingeschränkt sind.

Auch wenn der Corona-Schock alle europäischen Länder trifft, so unterscheiden sich diese Länder doch stark im Hinblick auf ihre ökonomische und finanzielle Krisen-Resilienz. Die wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die in ähnlicher Weise in allen Industriestaaten derzeit zur Anwendung kommen, zielen darauf ab, Unternehmen und Arbeitsplätze durch staatliche Liquiditätshilfen, Zuschüsse und Kapitalbereitstellung über die Krise zu bewahren. Unabhängig vom Erfolg dieser Maßnahmen ist damit ein signifikanter Anstieg der Staatsverschuldung vorprogrammiert. Hinzu kommt, dass die Rezession zu einem Einbruch der Steuereinnahmen führen wird und staatliche Sozialleistungen mit dem Anstieg der Arbeitslosigkeit stark ausgeweitet werden.

Dieser nun unausweichliche sprunghafte Anstieg der öffentlichen Schuldenstände trifft die Staaten der Eurozone zwar allesamt. Stark unterschiedlich ist die Ausgangsposition bei den Staatsschulden und damit bei den Spielräumen für zusätzliche Neuverschuldung. Staaten wie Italien, Griechenland und Portugal haben bereits heute Staatsschulden-BIP-Quoten von deutlich mehr als 100 Prozent und waren bereits in der Euro-Schuldenkrise 2010/12 mit dem Problem deutlich ansteigender Risikoaufschläge und mit dem drohenden oder tatsächlichen Verlust des Kapitalmarktzugangs konfrontiert.

Weil die die ökonomischen und finanziellen Folgen der drohenden Corona-Rezession die Folgen der Finanzkrise vor einem Jahrzehnt übertreffen dürfte, ist eine Krisenverstärkung durch eine neue Euro-Schuldenkrise heute nicht auszuschließen.

Abbildung: Brutto-Staatsschulden in % BIP 2019

Quelle: AMECO Database

2. DIE OPTIONEN

Insbesondere für Länder mit hohen Schuldenständen und niedrigem Wachstumspotenzial führt die Corona-Krise zu einer gefährlichen Situation. Schuldenstände könnten ein Niveau erreichen, das bei realistischen Wachstumserwartungen in den kommenden Jahren nicht mehr stabilisiert werden kann. Investoren an den Kapitalmärkten könnten diese Erwartung vorwegnehmen und die betreffenden Länder mit steigenden Risikoprämien konfrontieren oder ihnen letztlich ganz den Zugang zu den Anleihemärkten verbauen. Länder könnten dann gezwungen sein, auf eigentlich sinnvolle Stabilisierungs- und Konjunkturmaßnahmen zu verzichten, was wiederum negative wirtschaftliche Auswirkungen auf die weiteren Länder in Europa hätte. Die Eurozone ist von dieser Problemlage aufgrund hoher Schuldenstände in einzelnen Mitgliedstaaten und der Anfälligkeit einer Währungsunion ohne eindeutig definierten Notfallkreditgeber besonders betroffen. Würde die akute Corona-Krise nun noch mit einer solchen Schuldenkrise überlagert, könnte dies die Chancen auf eine rasche Erholung nach der Krise in Europa zunichtemachen.

Die Europäische Zentralbank hat mit ihrem „Pandemic Emergency Purchase Programme“ (PEPP) im Umfang von 750 Milliarden Euro einen ersten Beitrag geleistet, um die Euro-Staatsanleihemärkte in der Krise zu stabilisieren. Anders als beim (ebenfalls aktiven) „Public Sector Purchasing Programme“ (PSPP) behält sich die EZB im neuen Kaufprogramm vor, vom EZB-Kapitalschlüssel als Orientierungsgröße für die Aufteilung der Anleihekäufe auf die Euro-Staaten abzuweichen. Damit könnte sie die Käufe auf besonders hoch verschuldete Staaten konzentrieren, denen der Verlust des Kapitalmarktzugangs zuerst drohen würde.

Darüber hinaus werden vor allem die beiden folgenden Instrumente diskutiert:

Aktivierung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM): Der ESM verfügt über das Instrument der vorsorglichen Kreditlinie. Dieses könnte genutzt werden, um besonders von der Corona-Krise betroffenen Staaten Liquidität zur Verfügung zu stellen. Kennzeichnend für ESM-Kredite sind Auflagen („Konditionalität“), die allerdings bei der vorsorglichen Kreditlinie weniger strikt als bei den direkten Krisenhilfen ausgestaltet werden können (Bénassy-Quéré et al, 2020). Die ESM-Kredite sind teilschuldnerisch abgesichert. Derzeit ist z.B. die Haftung der Bundesrepublik für ESM-Kredite auf 190 Milliarden Euro begrenzt bei einer derzeit maximalen Ausleihkapazität des ESM von 500 Milliarden Euro, die sich durch einvernehmlichen Beschluss erhöhen ließe.

Emission von Corona-Bonds: Die Idee der Corona-Bonds knüpft an das Modell der „Eurobonds“ an, das bereits in der Euro-Schuldenkrise eine Rolle in der Diskussion gespielt hatte. Kennzeichnend für diese Lösung ist zum einen eine weitgehende Haftung, bei der alle Euro-Staaten gesamtschuldnerisch für die Verbindlichkeiten eintreten. Die finanziellen Risiken einzelner Euro-Staaten sind hier somit weit höher als bei ESM-Kreditvolumina gleicher Größenordnung. Im Vorschlag von Hüther et al. (2020) werden diese Bonds mit einer Umverteilungskomponente verbunden. Nach den Vorstellungen der Autoren würde die Rückzahlungsverpflichtung für eine einmalige Emission im Umfang von einer Billion Euro nach dem EZB-Kapitalschlüssel verteilt, die Mittel aber an die Eurostaaten fließen, die den Zugang zum Kapitalmarkt zu verlieren drohen. Damit würden Begünstigung und Finanzierungsanteil auseinanderfallen.

Corona-Bonds wurden in einem Brief von neun Staats- und Regierungschefs favorisiert (Frankreich, Italien, Spanien, Portugal, Irland, Griechenland, Slowenien, Luxemburg und Belgien) (Financial Times, 2020). Deutschland, die Niederlande, Österreich sowie eine Reihe von skandinavischen und baltischen Staaten sollen sich laut Presseberichten dagegen positioniert haben. Die obige Abbildung macht deutlich, wie sehr all diese Pro- und Kontra-Positionierungen vom Schuldenstand eines Landes abhängen. Unter den neun Befürworter-Länder sind alle sechs Euro-Staaten mit der höchsten Staatsverschuldung in Relation zum BIP. Umgekehrt sind die Länder mit vergleichsweise niedriger Verschuldung tendenziell dagegen.

3. VERGLEICH VON CORONA-BONDS UND ESM-KREDITLINIE

In der Diskussion um Corona-Bonds versus ESM-Kreditlinien geht es letztlich um eine doppelte Fragestellung. Erstens, wie soll der unmittelbare Liquiditätsbedarf in der Corona-Krise sichergestellt und die akute Gefahr einer Schuldenkrise verringert werden? Und zweitens, wer trägt den Verlust, der sich aus einer möglichen Überschuldung einzelner Euro-Staaten in Zukunft ergeben kann?

Corona-Bonds und ESM-Kredite beantworten diese Fragen auf eine unterschiedliche Art und Weise. Die Vertreter von Corona-Bonds gemäß dem Modell von Hüther et al. (2020) verbinden die gemeinschaftliche Finanzierung mit einem ausdrücklichen Transferelement. Die Anteile an der gemeinschaftlich finanzierten langfristigen Verschuldung und die Begünstigung durch den neuen Fonds sollen auseinander fallen. Dies könnte nach Auffassung der Autoren helfen, dass die

Staatsverschuldung hochverschuldeter Länder tragfähig bleibt. Die ESM-Krisen-Kreditlinie würde hingegen lediglich eine unmittelbare Liquiditätshilfe in der akuten Krisenphase leisten. Hier wäre ein Transferelement nur indirekt gegeben, da die Zinsen, die ein Land für eine Kreditlinie beim ESM zu zahlen hätte, voraussichtlich unterhalb der Zinsen liegen würde, die das Land aufzubringen hätte, wenn es sich am Kapitalmarkt Geld leihen würde. Ansonsten gilt aber, dass die Verbindlichkeiten eines Landes genau in der Höhe der Liquiditätshilfen auch zunehmen würden.

Vergleicht man beide Optionen zum heutigen Zeitpunkt, in dem die ökonomische Corona-Krise noch ganz am Anfang steht und ihr Verlauf und die relative Betroffenheit der Euro-Staaten noch vollkommen unsicher ist, ist schwer erkennbar, warum Corona-Bonds in dieser Phase den ESM-Liquiditätshilfen überlegen sein sollten.

Relative Betroffenheit durch Corona-Krise unsicher: Europäische Solidarität im Sinne des Gedankens wechselseitiger Versicherung bedeutet, dass in der Krise weniger betroffene Länder den mehr betroffenen Ländern beistehen. Heute ist aber noch nicht absehbar, welche Euro-Staaten die tiefste Corona-Rezession durchlaufen werden. Angesichts der drohenden starken Kontraktion des Welthandels sind stark exportlastige Länder wie Deutschland oder die sehr handelsoffenen wohlhabenden kleineren Euro-Staaten ebenfalls von einer besonders schweren Rezession bedroht. So war der Wirtschaftseinbruch in Deutschland und Finnland im Jahr 2009 während der Finanzkrise größer als in allen südeuropäischen Euro-Staaten. Werden die Einnahmen der Corona-Bonds nach ökonomischer Krisenbetroffenheit verteilt, dann ist überhaupt nicht sicher, welchen Ländern dies in besonderer Weise helfen wird. Werden sie hingegen wie im Vorschlag von Hüther et al. (2020) nach Höhe der Staatsverschuldung verteilt, dann würden sie nicht unbedingt adäquat auf die unterschiedliche Betroffenheit durch die Krise reagieren können und ihre Versicherungsfunktion nicht erfüllen.

Transfers sind nicht die einzig mögliche Lösung für eine Überschuldung: Werden die Einnahmen aus Corona-Bonds so verteilt, dass besonders hoch verschuldete Euro-Staaten begünstigt werden, dann würde dies zweitens eine Entscheidung für einen Bailout als Lösung eines Überschuldungsproblems vorweg nehmen. Diese Entscheidung wäre verfrüht, weil aus heutiger Sicht Transfers nicht zwingend die optimale Lösung einer Überschuldung sind. Eine staatliche Insolvenz lässt sich durch verschiedene Strategien oder eine Kombination dieser Strategien lösen. Eine Alternative zu Transfers durch die Steuerzahler anderer Euro-Staaten ist ein zumindest partieller Schuldenschnitt mit einem Beitrag der Investoren. Denkbar wären auch Sonderopfer besonders wohlhabender Gruppen im hoch verschuldeten Land. Derartige Entscheidungen sind politisch und ökonomisch extrem schwierig, sie können jedoch in jedem Fall besser in einem ruhigen Marktumfeld als mitten in einer akuten Krise getroffen werden. Auch ist es in einer akuten Krise mit ihrer sehr hohen Unsicherheit nicht möglich, die Schuldentragfähigkeit wirklich zuverlässig zu beurteilen. Corona-Bonds mit ihrer faktischen Transferlösung für Überschuldungsprobleme in der Eurozone kämen daher heute zum falschen Zeitpunkt.

Politische Hürden liegen hoch: Drittens bedürfen Transferlösungen einer hohen Transparenz und demokratischer Kontrolle gerade auf Seiten der potenziellen Geberstaaten. Die Einschätzung, dass Corona-Bonds politisch leichter durchsetzbar wären als eine Ausweitung der ESM-Kreditobergrenze ist rechtlich nicht nachvollziehbar. Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem ESM-Urteil zweifelsfrei deutlich gemacht, dass der Bundestag in weit reichenden europäischen Haftungsentscheidungen sein

Budgetrecht nicht aufgeben darf. Auch für Corona-Bonds wären somit in den nationalen Parlamenten schwierige Hürden zu nehmen, die nicht geringer als bei einer Ausweitung der ESM-Kreditkapazität sein dürften.

Auch Corona-Bonds können Reputation schädigen: Viertens ist es eine Fehleinschätzung, ESM-Kredite als mit einem Stigma versehen zu betrachten, aber Corona-Bonds als unbedenklich für die Kreditwürdigkeit der begünstigten Länder zu bezeichnen. Corona-Bonds, die stark Hochschulden-Staaten begünstigen, wären ein sehr deutliches Signal, dass die nationalen Schulden dieses Landes nicht mehr zuverlässig marktfähig sind und deshalb nun eine neue höherrangige Asset-Klasse geschaffen werden muss. Dies wird faktisch die Anfälligkeit der bestehenden nationalen Altschuld für einen Anleihe-Run erhöhen. Damit könnte eine Zwangslage entstehen, die ursprünglich nur für die unmittelbaren Krisenkosten geschaffenen Corona-Bonds für die allgemeine Refinanzierung nationaler Staatsschuld zu nutzen. Auch die von Hüther et al. (2020) vorgesehene Größenordnung von einer Billion Euro Emissionsvolumen würde beispielsweise Italiens Schuldenproblem nicht nennenswert abmildern. Italien ist per Ende 2019 mit 2,4 Billionen Euro verschuldet und es ist absehbar, dass die Verschuldung nun rasch über 2,5 Billionen Euro steigen wird. Würde das Land durch Corona-Bonds einen faktischen Transfer (zufließende Mittel abzüglich des dem Land zurechenbarer Anteils an der Corona-Bond-Verschuldung) im Umfang von 100 Milliarden Euro erhalten, entspräche dies gerade einmal vier Prozent seiner Staatsverschuldung. Es müsste schon Emissionsvolumina in einer Größenordnung von mehreren Billionen Euro für die Corona-Bonds kommen, um Italiens Bonität nennenswert zu verbessern. All dies verstärkt das Problem, dass die Corona-Bonds eine Vorentscheidung für einen umfassenden europäischen Bailout der Hochschulden-Länder sein könnten.

Zinsvorteil nicht signifikant unterschiedlich: Fünftens dürften Corona-Bonds keinen nennenswert höheren Zinsvorteil als eine ESM-Kreditlinie mit sich bringen. Der ESM wird von den internationalen Rating-Agenturen mindestens mit AA bewertet. Damit ist der denkbare Zinsvorteil von gesamtschuldnerisch abgesicherten Corona-Bonds minimal, falls es ihn überhaupt geben sollte.

Anforderungen an Konditionalität für Corona-Bonds nicht geringer: Sechstens wird das „Konditionalitäts-Problem“ des ESM übertrieben. Wenn Corona-Bonds, wie von ihren Verfechtern gewünscht, ein starkes Transferelement beinhalten, dann ist deren Einführung ohne ganz erhebliche Auflagen seitens der Geberstaaten undenkbar. Der Druck im Hinblick auf Konditionen wird bei einer befristeten Krisenakuthilfe durch den ESM viel geringer sein, weil hier die Entscheidung über eine Langfristlösung vertagt wird.

4. FAZIT

Zum jetzigen Zeitpunkt ist eine zeitlich begrenzte ESM-Liquiditätshilfe zur Finanzierung der akuten Krisenkosten das Mittel der ersten Wahl. Corona-Bonds bringen verglichen mit dem ESM keinen überzeugenden Mehrwert, sie laufen letztlich auf eine übereilte Grundsatzentscheidung für umfassende Transfers zwischen Eurostaaten zur Solvenzsicherung hinaus. Aktuell geht es darum, die COVID19-Seuche einzudämmen, die Wirtschaft kurzfristig zu stabilisieren und die Euro-Staaten finanziell liquide zu halten. Genau dazu kann der ESM einen wertvollen Beitrag leisten. Weiterreichende Debatten zum Umgang mit einer möglicherweise nicht mehr tragfähigen Staatsverschuldung in einzelnen Eurostaaten und der Frage der finanziellen Lastenteilung für diese Fälle sollten bis nach der Überwindung der akuten Krisenphase warten.

REFERENZEN

Bénassy-Quéré, A., Boot, A., Fatás, A., Fratzscher, M., Fuest, C., Giavazzi, F., Marimon, R., Martin, P., Pisani-Ferry, J., Reichlin, L., Schoenmaker, D., Teles, P. und Weder di Mauro, B. (2020): A proposal for a Covid Credit Line, VOX 21.03.2020

Dorn, F., Fuest, C., Götttert, M., Krolage, C., Lautenbacher, S., Link, S., Peichl, A., Reif, M., Sauer, S., Stöckli, M., Wohlrabe, K. und Wollmershäuser, T. (2020). Die volkswirtschaftlichen Kosten des Corona-Shutdown für Deutschland: Eine Szenarienrechnung, ifo-Schnelldienst 4/2020, März.

Financial Times (2020). European Council letter, Nine EU nations call for joint debt deal, 26.03.2020.

Südekum, J., Felbermayr, G., Hüther, M., Schularick, M., Trebesch, C., Bofinger, P., Dullien, S. (2020): Europa muss jetzt finanziell zusammenstehen, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.03.2020.

AUTOR

Prof. Dr. Friedrich Heinemann

ZEW – Leibniz-Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung Mannheim GmbH

L 7, 1

Tel.: +49 (0)621 1235-149

68161 Mannheim

friedrich.heinemann@zew.de