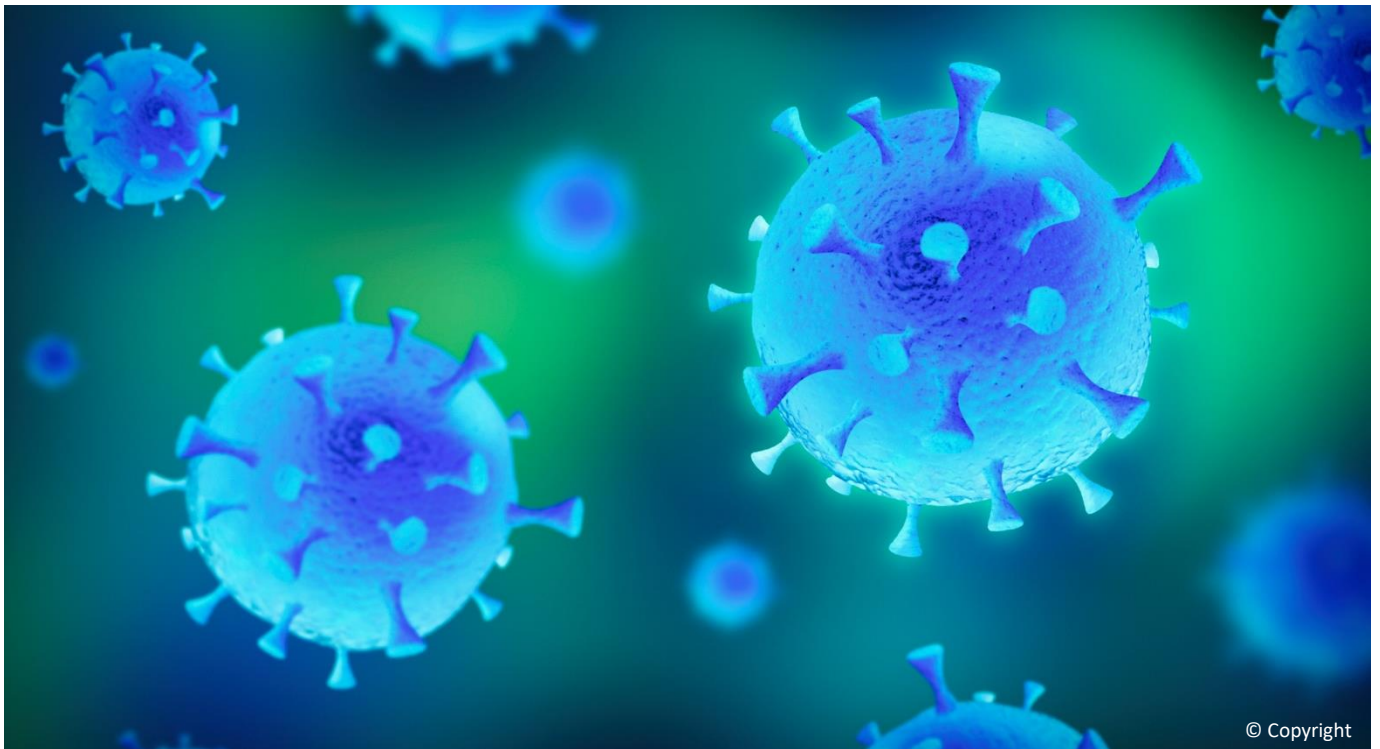


Bewältigung der Corona-Krise

Wirtschafts- und fiskalpolitische Empfehlungen

Matthias Kullas und Bert Van Roosebeke



Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise haben Zweifel an der Kreditfähigkeit einiger Euro-Staaten aufkommen lassen. Dieser cepAdhoc kritisiert die jüngsten EZB-Interventionen als Folge einer politischen Fehlerkette und fordert ESM-Kreditlinien als gebotene Alternative.

- ▶ Die Effektivität wirtschaftspolitischer Maßnahmen in der Corona-Krise ist begrenzt, solange die gesundheitspolitisch motivierten Maßnahmen zu Rupturen auf der Angebotsseite führen. Es droht Stagflation.
- ▶ Notwendig sind EU-Maßnahmen zur Aufrechterhaltung des transnationalen Warenverkehrs sowie Liquiditätshilfen. Diese können massenhafte Insolvenzen und eine anschließende Finanzkrise verhindern helfen.
- ▶ Die Kreditlinien des ESM sollten aktiviert werden. Sie sind – anders als die vielfach geforderten „Corona-Bonds“ – zielkonform, anreizkompatibel, demokratisch legitimiert und schnell einsetzbar.
- ▶ Wenn die derzeitigen ESM-Mittel nicht ausreichen, sollten – statt weiteren massenhaften Staatsanleihekäufe der EZB – diese Mittel aufgestockt werden.

Inhaltsverzeichnis

1	Die jüngsten Maßnahmen der Europäischen Zentralbank	3
1.1	Die EZB-Beschlüsse vom 12. und 18. März 2020.....	3
1.2	Die Grenzen des EZB-Mandats	4
2	Wie es soweit kommen konnte	5
2.1	Die allgemeine wirtschaftliche Lage insbesondere Italiens	5
2.2	Versagen des Stabilitäts- und Wachstumspakts	6
2.3	Nicht-Aktivierung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM).....	6
2.3.1	PCCL-Kreditlinien	7
2.3.2	ECCL-Kreditlinien	8
2.3.3	Bislang Verzicht auf Inanspruchnahme der ESM-Kreditlinien.....	8
2.4	Schlussfolgerung.....	8
3	Notwendige Maßnahmen	9
3.1	Notwendige Maßnahmen	9
3.2	Europäische Aufgabe: Gewährleistung von Liquidität	10

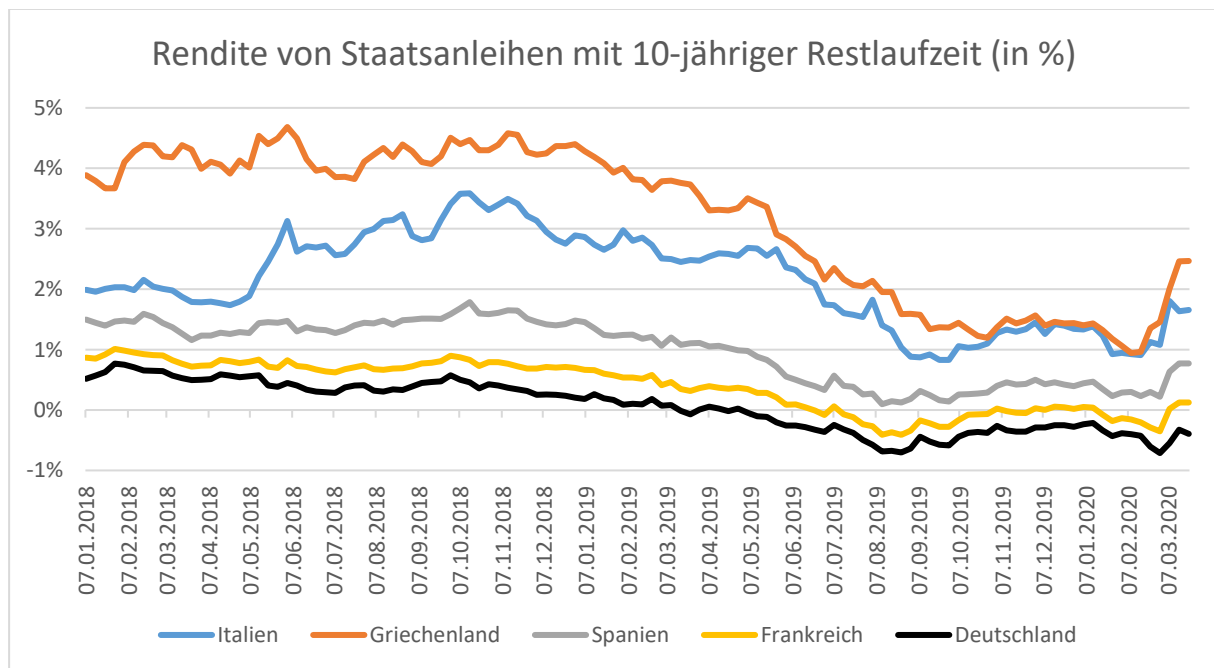
1 Die jüngsten Maßnahmen der Europäischen Zentralbank

1.1 Die EZB-Beschlüsse vom 12. und 18. März 2020

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat innerhalb der letzten 14 Tage zwei Maßnahmenpakete beschlossen, um die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise einzudämmen. Das erste Paket wurde am 12. März beschlossen.¹ Es beinhaltet

- die Durchführung zusätzlicher längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte,
- günstigere Bedingungen bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften zwischen Juni 2020 und Juni 2021 sowie
- zusätzliche Ankäufe von Wertpapieren im Umfang von 120 Mrd. Euro bis Ende 2020, wobei hauptsächlich Unternehmensanleihen gekauft werden sollen.

Im Rahmen der Verkündung dieser Maßnahmen erklärte EZB-Präsidentin Christine Lagarde, dass es nicht die Aufgabe der EZB sei, Anleihsreads – d.h. risikobedingte Renditeunterschiede der Staatsanleihen verschiedener Euro-Staaten – anzugleichen. Diese Aussage führte zu einem Anstieg der Renditen insbesondere für italienische Staatsanleihen. Denn die Kapitalgeber hatten Sorge, dass dies eine Abkehr von der bisherigen EZB-Politik bedeutet.



Grafik 1: Renditen von Staatsanleihen ausgewählter Euro-Staaten

Unter EZB-Präsident Mario Draghi hatte die EZB immer wieder darauf geachtet, dass die Anleihsreads der einzelnen Euro-Staaten nicht zu stark divergierten. Begründet wurde dies damit, dass anderenfalls die Transmission der Geldpolitik nicht gewährleistet sei.² Lagarde korrigierte ihre Aussage in einem späteren Fernsehinterview. Zudem schrieb der EZB-Chefökonom Philip Lane in einem

¹ EZB (2020): Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung vom 12. März 2020, online unter: www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.de.html.

² EZB (2012): Technical features of Outright Monetary Transactions, Pressemitteilung vom 6. September 2012, online unter: www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html.

Blogbeitrag, dass die EZB nach wie vor die Anleihespreads verringere, wenn die Transmission der Geldpolitik gefährdet sei.³

Da das erste Maßnahmenpaket der EZB die Märkte nicht beruhigte, beschloss die EZB nur sechs Tage später, am 18. März 2020, ein zweites Maßnahmenpaket.⁴ Dieses beinhaltet insbesondere ein neues Kaufprogramm namens Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) zum Erwerb von Staats- und privaten Anleihen im Umfang von 750 Mrd. Euro. Die Käufe sollen bis Ende 2020 erfolgen.

Zwar kündigte die EZB an, sich beim Kauf der Staatsanleihen am Kapitalschlüssel der Euro-Staaten zu orientieren. Eine solche Verteilung wurde bereits im Rahmen des anderen großen EZB-Anleihekaufprogramms namens Public Sector Purchase Programme (PSPP) beschlossen.⁵ Mit dem PEPP „flexibilisiert“ die EZB die bisherige Anteilsregel jedoch: Sie soll nur noch für die gesamte Programmdauer gelten, nicht mehr für jeden Kauf.

Außerdem erwägt die EZB, die selbst auferlegte Obergrenze für ihre Ankäufe von 33% der jeweils emittierten Anleihetranchen aufzugeben.

Zudem gab die EZB bekannt, im Rahmen des PEPP auch griechische Anleihen zu kaufen. Aufgrund des schlechten Ratings griechischer Anleihen war dies im Rahmen des PSPP nicht möglich. Begründet hat die EZB das neue Anleihekaufprogramm genauso wie das bereits bestehende: Die Risiken für die Transmission der Geldpolitik sollen so verringert werden.

Neben der Einrichtung des PEPP beschloss die EZB zwei weitere Maßnahmen. Zum einen wurde die Bandbreite der Wertpapiere erweitert, die die EZB im Rahmen des Programms zum Kauf von Unternehmensanleihen – dem sogenannten Corporate Sector Purchase Programme (CSPP) – erwerben darf. Zum anderen wurden die Sicherheiten gelockert, die Banken im Rahmen von Refinanzierungsgeschäften bei der EZB hinterlegen dürfen.

1.2 Die Grenzen des EZB-Mandats

Wie schon die bisherigen Maßnahmen werfen auch die jüngsten Beschlüsse der EZB Fragen zur Vereinbarkeit mit ihrem Mandat auf. Besonders relevant ist die Frage, ob die EZB-Beschlüsse eine Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung darstellen und ob sie den Euro-Staaten den Anreiz nehmen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.

In seinem Urteil zum PSPP hat der Europäische Gerichtshof (EuGH) darauf hingewiesen, dass die EZB ihr „Tätigwerden mit hinreichenden Garantien versehen [muss], um sicherzustellen, dass es mit dem in Art. 123 AEUV festgelegten Verbot der monetären Finanzierung in Einklang steht, indem es sich vergewissert, dass dieses Programm nicht geeignet ist, den betreffenden Mitgliedstaaten den durch Art. 123 AEUV geschaffenen Anreiz zu nehmen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen“.⁶ Schon im OMT-Urteil hat der Gerichtshof argumentiert, mit einem EZB-Programm würde „Art. 123 Abs. 1

³ Lane (2020): The Monetary Policy Package: An Analytical Framework, online unter: www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200313~9e783ea567.en.html.

⁴ EZB (2020a): ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), Pressemitteilung vom 18. März online unter: www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html.

⁵ So müssen 21,4 Prozent der von der EZB gekauften Anleihen deutsche Staatsanleihen sein, da dies der deutsche Anteil am EZB Kapitalschlüssel ist.

⁶ EuGH-Urteil vom 11. Dezember 2018, Weis u.a., C-493/17, Rn. 107

AEUV umgangen, wenn es geeignet wäre, den betreffenden Mitgliedstaaten den Anreiz zu nehmen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen“.⁷

Im PSPP-Urteil hob der EuGH explizit zwei Merkmale des PSPP hervor, die dies verhindern. Das neue PEPP der EZB weist diese beiden Merkmale jedoch nicht mehr auf:

- Im PSPP-Urteil hat der EuGH darauf hingewiesen, dass die Verteilung der Staatsanleihekäufe der EZB nach dem Kapitalschlüssel dazu führt, dass ein Mitgliedstaat bei unsolider Haushaltspolitik damit rechnen muss, dass der Anteil der von der EZB erworbenen Anleihen dieses Staates sinkt. In der Konsequenz, so der EuGH, könne sich der Mitgliedstaat den Konsequenzen der Verschlechterung seiner Haushaltsentwicklung nicht entziehen, weswegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung gewahrt sei.⁸ PEPP weicht hiervon nun ab: Bei den Ankäufen von Staatsanleihen will die EZB den Kapitalschlüssel nur mittel- bis langfristig einhalten. Zumindest kurzfristig soll die EZB also mehr italienische und griechische Staatsanleihen kaufen können, als es den Eigentumsanteilen beider Staaten an der EZB entspricht.
- Im PSPP-Urteil betonte der EuGH, dass die „Ankaufobergrenzen pro Emission und Emittent“ des PSPP dazu führten, dass die EZB nur einen geringen Teil der von einem Mitgliedstaat ausgegebenen Anleihen erwerben kann. Der Mitgliedstaat müsse daher hauptsächlich die Märkte nutzen, um sein Haushaltsdefizit zu finanzieren. Auch daraus leitete der EuGH ab, dass das Verbot der monetären Staatsfinanzierung gewahrt sei.⁹ Im PEPP denkt die EZB darüber nach, die selbst auferlegte Obergrenze für ihre Ankäufe von 33% der jeweils emittierten Anleihen aufzugeben.

Auch wenn kaum zu erwarten ist, dass der EuGH PEPP als Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung wertet, gibt die EZB zwei wesentliche Kriterien des EuGH für die Rechtmäßigkeit von Staatsanleihekaufprogrammen auf.

2 Wie es soweit kommen konnte

2.1 Die allgemeine wirtschaftliche Lage insbesondere Italiens

Besonders in Not ist einmal mehr Italien. Aufgrund fehlender realwirtschaftlicher Reformen und mangelnder Sparmaßnahmen war die wirtschaftliche Situation in Italien bereits vor Ausbruch der Corona-Krise angespannt. So war das italienische BIP-Wachstum zwischen 2010 und 2019 nach Griechenland das zweitgeringste im Euro-Raum.¹⁰ In den sieben Jahren von 2008 bis 2014 schrumpfte es gleich vier Mal. Erst seit 2015 verzeichnet Italien wieder ein kontinuierliches BIP-Wachstum. Doch es ist so gering, dass das BIP von vor der Finanzkrise 2008 auch 2019 noch nicht wieder erreicht wurde. 2019 war das italienische BIP auf dem gleichen Niveau wie 2004. Die Ursache für das geringe italienische BIP-Wachstum ist das geringe Wachstum der Arbeitsproduktivität. In den letzten zwei Jahrzehnten wuchs sie nur um 6%. In Deutschland wuchs sie im selben Zeitraum um 26%. Das geringe Wachstum der Arbeitsproduktivität ist wiederum auf niedrige Investitionen und eine gesunkene totale Faktorproduktivität zurückzuführen.¹¹

⁷ EuGH-Urteil vom 16. Juni 2015, Gauweiler u.a., C-62/14, Rn. 109

⁸ EuGH in C-493/17, Rn. 140

⁹ EuGH in C-493/17, Rn. 141

¹⁰ Vgl. Eurostat, eigene Berechnungen.

¹¹ Vgl. Gasparotti A. (2019): Bekämpfung der italienischen Krise, online unter: www.cep.eu/eu-themen/details/cep/bekämpfung-der-italienischen-krise-cepinput.html.

Neben dem geringen BIP-Wachstum bereitet insbesondere der hohe öffentliche Schuldenstand Italiens von 137% des BIP Sorgen.¹² In der EU weist nur noch Griechenland mit 178% einen höheren Wert auf.

2.2 Versagen des Stabilitäts- und Wachstumspakts

Eigentlich sollte der Stabilitäts- und Wachstumspakt sicherstellen, dass hohe Schuldenstände schnell abgebaut werden und sich der 60%-Marke annähern. Konkret schreibt der Pakt für Mitgliedstaaten mit einem Schuldenstand von über 60% des BIP vor, dass sich die Differenz zwischen dem Schuldenstand und der 60%-Marke durchschnittlich jährlich um ein Zwanzigstel verringern muss.¹³ Gleiches fordert der Fiskalpakt.¹⁴ Passiert ist das in Italien nicht. Vielmehr ist das Gegenteil eingetreten. Seit der Finanzkrise 2008 ist der italienische Schuldenstand um 31 Prozentpunkte gestiegen. Die EU-Kommission, als Hüterin des Pakts, hat immer wieder darüber hinweggesehen. Dies führte dazu, dass Italien bereits vor Ausbruch der Corona-Krise kaum fiskalischen Spielraum hatte. Tatsächlich konnte sich Italien in den vergangenen Jahren nur aufgrund des PSPP und des Versprechens der EZB, die Anleihespreads gering zu halten, am Kapitalmarkt refinanzieren. Doch statt die Unterstützung der EZB für den Abbau der öffentlichen Schulden zu nutzen, wurden die Schulden noch erhöht.

Dass EU-Kommission und Ministerrat nun beschlossen haben, den Stabilitäts- und Wachstumspakt auszusetzen, indem sie erstmalig die allgemeine Ausweichklausel des Pakts aktiviert haben, ist vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Krise sachgerecht. Denn die Mitgliedstaaten müssen fiskalisch in die Vollen gehen, um den Absturz der Wirtschaft abzufedern. Die Fehler bei der Anwendung des Pakts wurden vorher gemacht.

2.3 Nicht-Aktivierung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)

Im Jahr 2012 schufen die Euro-Staaten den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM). Er kann Euro-Staaten mit „schwerwiegenden Finanzierungsproblemen“ gegen Auflagen Hilfe bereitstellen, wenn dies zur Wahrung der Finanzstabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt und seiner Mitgliedstaaten unabdingbar ist.¹⁵

Unter diesen Voraussetzungen kann der ESM allgemeine Darlehen an Euro-Staaten, Darlehen an Euro-Staaten zur Rekapitalisierung von Finanzinstituten, Ankäufe von Staatsanleihen auf den Primär- und Sekundärmärkten, direkte Rekapitalisierungen von Banken und „vorsorgliche Finanzhilfe“ in Form von Kreditlinien genehmigen.¹⁶

Der ESM-Vertrag sieht grundsätzlich vor, dass jegliche ESM-Hilfe an „angemessene Auflagen“ zu knüpfen ist. Diese Auflagen werden in einem Memorandum of Understanding (MoU)

¹² Eurostat (2020): Pressemitteilung 15/2020, online unter: www.ec.europa.eu/eurostat/documents/2995521/10159227/2-21012020-AP-DE.pdf/85466fed-8e0d-4ad1-9eaa-6b495c4606b8.

¹³ Vgl. Artikel 2 der Verordnung (EG) Nr. 1467/97.

¹⁴ Vgl. Artikel 4 des Vertrags über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion.

¹⁵ Art. 3 ESM Vertrag

¹⁶ Art. 14–18 ESM-Vertrag. Die direkte Bankenrekapitalisierung wurde – in umstrittener Weise – nicht durch eine ESM-Vertragsänderung eingeführt, sondern vom Gouverneursrat auf Grundlage von Art. 19 ESM-Vertrag als weiteres Instrument eingeführt.

festgehalten.¹⁷ Sie können „von einem makroökonomischen Anpassungsprogramm bis zur kontinuierlichen Erfüllung zuvor festgelegter Anspruchsvoraussetzungen reichen“.¹⁸

In den vergangenen Wochen wurde intensiv über die Aktivierung von ESM-Kreditlinien diskutiert. Dies spiegelt die aktuelle Lage wider: Der Kapitalmarktzugang hilfeschender Eurostaaten wird derzeit nicht als akut gefährdet angesehen, wenngleich mittelfristige Zweifel wachsen (vgl. Grafik 1).

Die Kreditlinien werden in Form von ESM-Darlehen oder ESM-Primärmarktkäufen, d.h. Ankäufe von Staatsanleihen durch den ESM direkt beim emittierenden Staat gezogen. Sie gelten für ein Jahr und können zweimal um jeweils sechs Monate verlängert werden. Bisher wurde das Instrument von keinem Euro-Staat genutzt. Unterschieden wird dabei zwischen precautionary conditioned credit lines (PCCL) und enhanced conditions credit lines (ECCL).

Wie für alle ESM-Hilfen sind auch PCCL- und ECCL-Kreditlinien nur zulässig, wenn eine Gefahr für die Finanzstabilität des Euro-Währungsgebiets insgesamt und seiner Mitgliedstaaten vorliegt, und an Auflagen geknüpft. Die Leitlinie des ESM zu Kreditlinien¹⁹ führt die Bedingungen für die Inanspruchnahme der Kreditlinien zwar näher aus, lässt aber einige Fragen offen. Dies gilt auch für die an sie zu knüpfenden Auflagen.

2.3.1 PCCL-Kreditlinien

PCCL-Kreditlinien dürfen nur Euro-Staaten eingeräumt werden, deren wirtschaftliche und finanzielle Situation „grundsätzlich solide“ ist.²⁰ Die EU-Kommission muss dazu in Zusammenarbeit mit der Europäischen Zentralbank anhand von sechs Kriterien eine „umfassende Bewertung“ durchführen:

- (1) Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts: Ein Euro-Staat, gegen den ein Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits läuft, kann Zugang zu einer Kreditlinie nur erhalten, wenn er sich an die Beschlüsse und Empfehlungen des Rates zur Korrektur seines übermäßigen Defizits hält.
- (2) Eine tragfähige gesamtstaatliche Verschuldung.
- (3) Vermeidung eines übermäßigen Ungleichgewichts: Ein Euro-Staat, gegen den ein Verfahren wegen eines übermäßigen makroökonomischen Ungleichgewichts²¹ läuft (excessive imbalance procedure, EIP), kann Zugang zu einer Kreditlinie nur erhalten, wenn er weiterhin anstrebt („remains committed“), das vom Rat festgestellte Ungleichgewicht zu beseitigen.
- (4) Eine Erfolgsbilanz („track record“) beim Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten zu angemessenen Bedingungen.
- (5) Ein tragfähiger Auslandsvermögensstatus.
- (6) Die Abwesenheit von Solvenzproblemen bei solchen Banken, die für die Stabilität des Bankensystems der Eurozone eine systemische Bedrohung darstellen.

¹⁷ Art. 13 Abs. 3 ESM-Vertrag.

¹⁸ Art. 12 Abs. 1 ESM-Vertrag.

¹⁹ European Stability Mechanism Guideline on Precautionary Financial Assistance vom 9. Oktober 2012, https://www.esm.europa.eu/sites/default/files/esm_guideline_on_precautionary_financial_assistance.pdf. Eine offizielle deutsche Übersetzung der Leitlinie gibt es nicht.

²⁰ „Where the economic and financial situation is still fundamentally sound“ (Art. 2 Abs. 2, ESM-Leitlinie).

²¹ Das Verfahren zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte soll Risiken erkennen, die sich aus Blasen auf Kapitalanlagemärkten, Immobilienblasen oder durch eine divergierende Wettbewerbsfähigkeit der Mitgliedstaaten ergeben. Das Verfahren verläuft ähnlich wie die fiskalische Überwachung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Für Details s. Kullas (2011): Kann der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt den Euro retten, online unter: www.cep.eu/fileadmin/user_upload/cep.eu/Studien/Reformierter_SWP/cepStudie_Reform_des_Stabilitaets-_u_Wachstumspakts.pdf.

Unklar ist allerdings nicht nur, ob lediglich diese Kriterien erfüllt sein müssen.²² Auch die konkrete Bedeutung einiger Kriterien ist aufgrund der vagen Formulierungen der ESM-Leitlinie unklar.

Bei PCCL-Kreditlinien muss sich der empfangende Staat dazu verpflichten, die sechs Zugangskriterien auch nach Genehmigung der Kreditlinie – d.h. auch vor deren tatsächlichen Inanspruchnahme – zu erfüllen.²³ Ob das MoU darüber hinaus noch zusätzliche wirtschaftspolitische Auflagen für diese Phase enthalten kann oder muss, ist nicht eindeutig geregelt. Nimmt der Staat die genehmigte PCCL-Kreditlinie in Anspruch, muss er mit der Kommission und der EZB abgesprochene Maßnahmen treffen, die die Ursachen der Probleme beseitigen.²⁴

2.3.2 ECCL-Kreditlinien

ECCL-Kreditlinien stehen Euro-Staaten zur Verfügung, deren wirtschaftliche und fiskalische Situation zwar „grundsätzlich solide“ sind, die aber nicht alle Bedingungen für eine PCCL-Kreditlinie erfüllen.²⁵

Bei EECL-Kreditlinien muss sich der empfangende Staat dazu verpflichten, die Zugangskriterien, die zum Zeitpunkt der Gewährung der ECCL-Kreditlinie erfüllt wurden, dauerhaft einzuhalten.²⁶ Zusätzlich muss der Staat Maßnahmen treffen, welche dessen Schwächen beheben und künftige Probleme beim Zugang zur Marktfinanzierung verhindern. Unklar ist, ob diese Maßnahmen Bedingung für die Gewährung der Kreditlinie oder Teil der wirtschaftspolitischen Auflagen nach Genehmigung der Kreditlinie sind. Jedenfalls muss der Staat unabhängig von der Inanspruchnahme der Kreditlinie bereits nach ihrer Genehmigung mit der Kommission und EZB abgesprochene Maßnahmen treffen, die die Ursachen der Probleme beseitigen.²⁷

2.3.3 Bislang Verzicht auf Inanspruchnahme der ESM-Kreditlinien

In der Corona-Krise wurde der ESM bisher nicht aktiviert. Dabei bietet er drei wichtige Vorteile:

- (1) ESM-Hilfe ist – mehr oder weniger – konditionalisiert, d.h. es gelten Auflagen wirtschaftspolitischer Art, was das Risiko von Mitnahmeeffekten verringert.
- (2) ESM-Hilfe ist durch die einstimmige Entscheidung der Regierungen der Eurozone demokratisch legitimiert, in einigen Staaten muss darüber hinaus auch das Parlament zustimmen.
- (3) ESM-Hilfe verringert die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB einspringen muss, was die Unabhängigkeit der Notenbank wahrt.

2.4 Schlussfolgerung

Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise sind erheblich und haben Zweifel an der Solvenz einiger Euro-Staaten aufkommen lassen. Italien ist gleich zweifach getroffen: Es ist in besonderem Ausmaß vom Corona-Virus betroffen und steht wirtschaftlich und fiskalisch auf wackligem Fundament.

Die jüngste Intervention der EZB ist Ergebnis einer politischen Fehlerkette. Erstens: Aufgrund der Aufweichung und fehlenden Durchsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes sind die Zweifel an der

²² „A global assessment shall be made (...) using as a basis the following criteria“ (Art. 2 Abs. 2).

²³ „The beneficiary ESM Member shall ensure a continuous respect of the eligibility criteria after the PCCL is granted“ (Art. 2 Abs. 3 der ESM-Leitlinie zur vorsorglichen Finanzhilfe).

²⁴ Art. 5 Abs. 1, ESM-Leitlinie zur vorsorglichen Finanzhilfe

²⁵ Art. 2 Abs. 4, ESM-Leitlinie zur vorsorglichen Finanzhilfe.

²⁶ Art. 2 Abs. 4 der ESM-Leitlinie zur vorsorglichen Finanzhilfe

²⁷ Art. 5 Abs. 1, ESM-Leitlinie zur vorsorglichen Finanzhilfe

Kreditwürdigkeit einiger Euro-Staaten berechtigt. Eine Durchsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und die damit einhergehenden sinkenden Schuldenstände in früheren Jahren hätten die Zweifel reduziert. Zweitens: In der aktuellen Situation hätte zuerst der ESM aktiviert werden sollen. Ihm stehen mit den vorbeugenden Kreditlinien Instrumente zur Verfügung, die konditionalisiert und demokratisch legitimiert gewesen wären. Stattdessen wurde die EZB zu einer Intervention gezwungen, welche der monetären Staatsfinanzierung noch näher kommt als die vielen Programme zur Euro-Rettung seit 2010. Das schadet ihrer Fähigkeit zur Durchführung einer von der Haushaltslage der Euro-Staaten unabhängigen Geldpolitik.

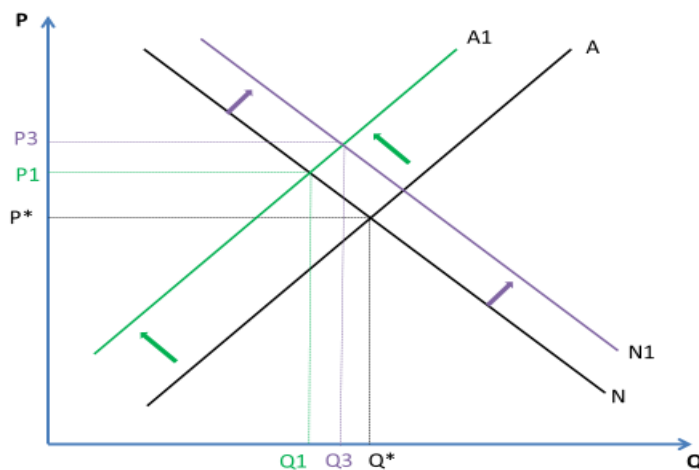
3 Notwendige Maßnahmen

In welchem Ausmaß die Euro-Staaten von den wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise betroffen sein werden, ist derzeit unklar. Entscheidend sind Ausmaß und Dauer der gesundheitspolitisch motivierten nationalen Maßnahmen (etwa Betriebsschließungen und Ausgangssperren), die sich je nach Mitgliedstaat unterscheiden. Gleichzeitig besteht aufgrund der engen wirtschaftlichen Beziehungen und grenzüberschreitenden Lieferketten eine hohe gegenseitige Abhängigkeit in der EU.

3.1 Notwendige Maßnahmen

Die ökonomischen Folgen der gesundheitspolitisch motivierten Maßnahmen äußern sich zuerst als negativer Angebotsschock. Die Effektivität grundsätzlich aller wirtschaftspolitischen Gegenmaßnahmen ist begrenzt, solange die gesundheitspolitisch motivierten Maßnahmen zu Rupturen auf der Angebotsseite führen. Geboten sind daher europäische Maßnahmen zur Aufrechterhaltung des transnationalen Warenverkehrs: Grenzsicherungen und -kontrollen schränken die Produktionsfähigkeit weiter ein, weil Lieferketten heute oft international sind. Ebenfalls sinnvoll sind Liquiditätshilfen für Unternehmen. Sie können verhindern, dass Unternehmen in die Insolvenz gleiten, und tragen dazu bei, dass die Produktion nach Beendigung der gesundheitspolitisch motivierten Maßnahmen rasch wieder hochfahren kann. Viele der derzeit diskutierten und beschlossenen Maßnahmen – in Deutschland etwa Kurzarbeitergeld, Steuerstundungen und Kreditbürgschaften – sind daher unbedingt notwendig.

Eine Nachfragestimulierung ist derzeit wenig sinnvoll (vgl. Grafik 2): Aufgrund der gesundheitspolitisch motivierten Maßnahmen stünde einer solchen gestiegenen Nachfrage (von N zu $N1$) kein entsprechendes zusätzliches Angebot gegenüber. Im Gegenteil: Das Angebot verringert sich (von A zu $A1$). Dies führt zu einer Stagflation: Das Produktionsniveau sinkt, während die Inflation steigt.



Grafik 2: Negativer Angebotsschock und anschließender Nachfragestimulus

3.2 Europäische Aufgabe: Gewährleistung von Liquidität

Im Anschluss an den jüngsten Maßnahmen der EZB hat sich in der Eurozone eine Diskussion über eine weitergehende wirtschaftspolitische Integration entwickelt, die vordergründig dem Ziel dienen soll, in den Volkswirtschaften in Europa die benötigte Liquidität sicherzustellen. Zu den diskutierten Vorschlägen gehören:

- die Aktivierung der ESM-Kreditlinien,
- die Einrichtung eines neuen ESM-Instruments zur Bereitstellung von Liquidität,
- die Einrichtung von Staatsanleihen mit gemeinsamer Haftung (Eurobonds oder „Coronabonds“), sei es durch zentrale Kreditaufnahme der EU oder, für die Eurozone, durch den ESM.

Jedliche Maßnahme muss folgende Anforderungen erfüllen:

- (1) **Zweckbindung für Liquidität.** Die aufgenommenen Mittel müssen zur Liquiditätsbereitstellung (s. oben) eingesetzt werden, um eine Insolvenzwelle in der Realwirtschaft und eine daran anschließende Finanzkrise zu vermeiden. Der Einsatz der Mittel sollte daher zweckgebunden sein. Eine solche „Konditionalität“ lässt sich am ehestens über den ESM erreichen, nicht über Eurobonds.
- (2) **Anreizkompatibilität und Nachhaltigkeit.** Eurobonds oder Coronabonds führen zu einer gemeinsamen Haftung, ohne dass die zugrundeliegende Wirtschafts- und Fiskalpolitik zentralisiert ist. Damit liegt ein Moral-Hazard-Problem vor. Eine zeitliche und volumentechnische Begrenzung von Coronabonds kann dieses Problem zwar lindern. Politisch ist jedoch äußerst fragwürdig, ob die vereinbarten Begrenzungen auch eingehalten werden. ESM-Hilfen sind eher geeignet: Sie sind konditioniert und in der Laufzeit klar begrenzt.
- (3) **Demokratische Legitimierung.** Die EZB ist unabhängig innerhalb ihres engen Mandats der Geldpolitik. Liquiditätsbereitstellung zur Finanzierung von Kurzarbeitergeld oder Steuerstundungen ist eine wirtschaftspolitische Maßnahme und sollte nicht von der EZB übernommen werden. Dafür fehlt der EZB die demokratische Legitimierung. Die Begründung, die EZB solle solche Maßnahmen

zur Aufrechterhaltung des Transmissionskanals treffen, kommt einer Generalvollmacht gleich und kann nicht akzeptiert werden (Vgl. dazu Abschnitt 1.2).

- (4) **Rasche Realisierbarkeit.** Den besonders betroffenen Staaten, allen voran Italien und Griechenland, muss rasch geholfen werden können. Dies spricht für ESM-Kreditlinien, die bereits im ESM-Vertrag vorgesehen sind. Sowohl die Schaffung eines neuen Liquiditätsinstruments unter dem Dach des ESM als auch die Schaffung von „Corona-Bonds“ müssten das Gesetzgebungsverfahren in den Euro-Staaten durchlaufen.

	Aktivierung der ESM-Kreditlinien	Neues Liquiditätsinstrument des ESM	„Coronabonds“, also Eurobonds
Zweckbindung für Liquidität	+	+	–
Anreizkompatibilität und Nachhaltigkeit	+	+	–
Demokratische Legitimierung	+	+	–
Rasche Realisierbarkeit	+	–	–

Im Ergebnis ist die Nutzung der ESM-Kreditlinien das Mittel der Wahl. Mit den ESM-Kreditlinien steht ein Instrument zur Verfügung, das es erlaubt, auf kurzfristige Entwicklungen am Kapitalmarkt zu reagieren und das mit angemessener Konditionalität verknüpft werden kann.

Angesichts der Anforderungen an PCCL-Kreditlinien ist zu erwarten, dass man sich politisch auf ECCL-Kreditlinien verständigen wird. Die daran geknüpften Auflagen werden voraussichtlich unter Hinweis auf das Corona-Virus als Auslöser der Krise schwach sein.

Ob die Mittel des ESM ausreichen werden, kann derzeit nicht belastbar gesagt werden. Diskutiert wird daher die Unterstützung durch weitere Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB im Rahmen des OMT-Programms. Dies ist abzulehnen. Die Fähigkeit der EZB, unabhängig von den Auswirkungen auf die Euro-Staaten eine unabhängige Geldpolitik zu fahren, ist durch solche Käufe – egal ob im Rahmen des PEPP oder OMT-Programms – begrenzt.

Sachgerecht wäre in diesem Fall allein eine Aufstockung der ESM-Mittel. Diese wäre auch demokratisch legitimiert, da sie von den ESM-Vertragsstaaten nach ihren jeweiligen Gesetzgebungsverfahren verabschiedet werden muss.

**Die Autoren**

Dr. Bert Van Roosebeke ist Fachbereichsleiter im Centrum für Europäische Politik, Freiburg.

Dr. Matthias Kullas ist Fachbereichsleiter im Centrum für Europäische Politik, Freiburg.