

Marcel Thum
Alfons Weichenrieder

Corona-Bonds und ihre Alternativen

SAFE Policy Letter No. 83 | April 2020

Leibniz Institute for Financial Research SAFE
Sustainable Architecture for Finance in Europe

policy_center@safe-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Corona-Bonds und ihre Alternativen*

Marcel Thum, TU Dresden

Alfons Weichenrieder[†], Goethe-Universität Frankfurt und SAFE

April 2020

Abstract

Die Corona-Krise und die Eindämmungspolitik der Nationalstaaten hat gravierende wirtschaftliche Folgen. Nicht alle EU-Mitgliedsstaaten sind in gleicher Weise gewappnet und manche werden derzeit heftiger von der Corona-Krise getroffen als andere. Eine Möglichkeit, europäische Solidarität zu organisieren, ist die Ausgabe von Gemeinschaftsanleihen, so genannter Corona-Bonds. Dieser Beitrag diskutiert das Für und Wider der Corona-Bonds und ihrer Alternativen: Weder Gemeinschaftsanleihen noch eine Ausweitung des EZB-Engagements sollten das Mittel der Wahl sein. Wir plädieren vielmehr für direkte, auf europäischer Ebene koordinierte Transferzahlungen an bedürftige Mitgliedsstaaten.

Die Corona-Krise trifft mehr oder weniger alle EU-Mitgliedstaaten. Die damit verbundenen humanitären und ökonomischen Herausforderungen unterscheiden sich jedoch erheblich. Vor allem Italien und Spanien scheinen nach dem aktuellen Stand des Wissens besonders unter der Pandemie zu leiden. Vor diesem Hintergrund hat sich in Europa eine Debatte entwickelt, mit welchen Instrumenten die EU oder ihre Mitgliedsländer einen sinnvollen Beitrag zur Linderung der Probleme leisten und in geeigneter Weise europäische Solidarität für besonders hart betroffene Länder üben können. Insbesondere wird kontrovers diskutiert, ob Corona-Bonds oder andere Instrumente die Mittel der Stunde sind.

Ob und wie schnell eine wirtschaftliche Wiederbelebung nach dem Abklingen der akuten Phase der Pandemie gelingen kann, wird nicht zuletzt von der makroökonomischen Ausgangssituation abhängen, in dem sich jedes einzelne Land vor der Krise befand. Und hier bestehen große Unterschiede zwischen den EU-Mitgliedstaaten. Während Länder wie Deutschland und die Niederlande ein moderates aber stetiges Wachstum über viele Jahre, sinkende Arbeitslosigkeit und konsolidierte öffentliche Finanzen hatten, laborierten insbesondere die südlichen Länder in der EU an Wachstumsschwäche, Jugendarbeitslosigkeit und hohen Staatsschulden. Das besonders von Corona betroffene Italien befindet sich in

* SAFE Policy Paper repräsentieren die persönlichen Ansichten der Autoren und nicht notwendigerweise die von SAFE oder seiner Mitarbeiter.

[†] Marcel Thum ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der TU Dresden, Geschäftsführer der Niederlassung Dresden des ifo Instituts und Vorsitzender des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesfinanzministerium. Alfons Weichenrieder ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Goethe Universität Frankfurt, Gastprofessor an der WU Wien und Forscher am Leibniz-Institut für Finanzmarktforschung SAFE.

einer denkbar schlechten Ausgangssituation hinsichtlich der makroökonomischen Rahmenbedingungen.

Die Gesamtverschuldung Italiens betrug im Dezember 2019 rund 2.400 Milliarden Euro. Da im Jahr 2019 das Bruttoinlandsprodukt 1.788 Milliarden Euro betrug, ergibt sich eine Schuldenstandsquote von 135 Prozent. Entgegen der landläufigen Meinung in Deutschland war Italien keineswegs völlig untätig, um die Verwundbarkeit bei der Staatsverschuldung zu verringern. So zeichnet sich Italien durch signifikante Primärüberschüsse aus, im Jahr 2019 in Höhe von 1,7 Prozent des BIP. Der Primärüberschuss bezeichnet das Haushaltssaldo des Staates ohne die Zinsausgaben und ist üblicherweise nötig, um einen weiteren Anstieg der Schuldenlast zu verhindern. Auch hatte Italien in den vergangenen Jahren seine Schulden umfinanziert und dabei die Fristigkeiten verlängert. Während Anfang der Neunzigerjahre die mittlere Restlaufzeit bei unter drei Jahren lag, ist sie in den Jahren nach der Finanzkrise auf ungefähr sieben Jahre angestiegen. Damit sinkt der Bedarf an jährlichen Neuemissionen und das Risiko aus abrupt steigenden Zinsen für die Staatsfinanzen wird verringert.

Mit den fiskalischen Herausforderungen, die sich aus der Corona-Pandemie ergeben, resultieren jetzt aber erneut Gefahren für die Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden in Italien. Das Verhältnis von Schulden zu Sozialprodukt wird erheblich ansteigen. Nach Schätzungen des ifo Instituts könnte das Sozialprodukt in Italien um 8-13 Prozentpunkte einbrechen, wenn die Teilschließung der Wirtschaft dort zwei Monate umfasst. Bei drei Monaten wird bereits ein Einbruch von 11-19 Prozentpunkten errechnet. Alleine aus dem sinkenden Sozialprodukt würde die italienische Schuldenstandsquote, die nach den europäischen Stabilitätskriterien nicht mehr als 60 Prozent betragen sollte, innerhalb eines Jahres auf 146-168 Prozent hochschnellen. Dazu kämen noch die Erhöhungen durch die laufenden Defizite des Jahres 2020. Diese sind schwer zu beziffern. Eine bewährte Daumenregel, bei der man allerdings nicht sicher sein kann, dass sie auch in einer so großen Krise noch trägt, besagt, dass ein Einbruch des Wachstums um einen Prozentpunkt mit automatischen Einnahme- und Ausgabereaktionen einhergeht, die ein zusätzliches Staatsdefizit von etwa einem halben Prozentpunkt verursachen. Rechnet man mit einem Wachstumseinbruch zwischen 8 und 19 Prozentpunkten, ergibt sich damit eine zusätzliche Defizitquote von ungefähr 4-10 Prozentpunkten. Somit erscheint zum Jahresende 2020 eine Schuldenstandsquote von 151-178 Prozent durchaus plausibel. Wenn diskretionäre stützende Maßnahmen ergriffen werden, kann sie aber auch noch höher ausfallen.

Ein solch plötzlicher Anstieg des Schuldenstandes und der dafür nötigen Neuemissionen von Staatspapieren könnte Italien überfordern, die wirtschaftliche Erholung bremsen und das Vertrauen in die Bedienung der Staatsschuld untergraben. Vor diesem Hintergrund gibt es in Europa quer durch das politische Spektrum und in allen EU-Mitgliedstaaten die Bereitschaft, denjenigen Ländern, bei denen die Pandemie mit einer schwierigen makroökonomischen Ausgangslage zusammenkommt, solidarisch zu

helfen. Strittig ist allerdings die geeignete Art der Hilfe. Insbesondere Corona-Bonds, die von einigen Südländern gefordert und von anderen EU-Mitgliedstaaten wie Deutschland, Finnland oder die Niederlande abgelehnt werden, werden kontrovers diskutiert.

Die Idee der Corona-Bonds besteht darin, im Umfang von etwa 8 Prozent des Sozialprodukts der Eurozone Schuldtitel auszugeben. Das wären ca. 1.000 Milliarden Euro. Der Anteil der einzelnen Mitgliedstaaten am Ausgabevolumen könnte dabei dem Kapitalanteil an der EZB entsprechen. Italien hat beispielsweise einen Anteil von rund 12 Prozent, Deutschland von ca. 18 Prozent. Statt direkt am Kapitalmarkt nationale Schuldtitel auszugeben, könnte jedes Land die über Corona-Bonds empfangenen Mittel für den eigenen Staatshaushalt verwenden. Wie bei nationalen Schuldtiteln wäre jedes Land verpflichtet, im Umfang des eigenen Anteils die Corona-Bonds zu bedienen. Ein wesentlicher Unterschied ist jedoch die gemeinschaftliche Haftung für die Rückzahlung. Sollte ein Land die Schuld aus den Corona-Bonds nicht länger bedienen können oder wollen, müssten die anderen Länder einspringen.

Für Italien besteht der Vorteil einer solchen gemeinschaftlichen Anleihe in der günstigeren Finanzierung. Am aktuellen Rand (3. April 2020) beträgt der Zinsaufschlag der italienischen gegenüber den deutschen Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit ungefähr 1,5 Prozentpunkte. Falls die neuen Corona-Bonds nur mit dem niedrigen deutschen Zins bedient werden müssen, würde dies bei einem Gesamtvolumen der Corona-Bonds von 1.000 Milliarden für Italien eine Entlastung des Staatsbudgets von 1,8 Milliarden Euro pro Jahr bedeuten. Dazu kämen unter Umständen noch zinsenkende Effekte bei der Refinanzierung bereits ausgegebener italienischer Anleihen, wenn die Anleger davon ausgehen, dass Italien durch die Corona-Bonds besser in der Lage ist, die originären italienischen Schulden aus den eigenen Steuereinnahmen zu bedienen.

Die Corona-Bonds bergen aber auch erhebliche Risiken. Denn der zuletzt beschriebene Vorteil für Italien, dass die originären italienischen Schulden mit größerer Sicherheit bedient werden, kann im Wesentlichen nur entstehen, wenn die Investoren glauben, dass zumindest ein Teil der Rückzahlung der Corona-Bonds auf die übrigen Mitgliedstaaten abgewälzt wird. Nur dann erhöht sich der Spielraum für die Bedienung italienischer Staatspapiere über die angesprochenen 1,8 Milliarden Euro hinaus. Das Risiko, dass die Corona-Bonds vom eigentlichen Schuldner nicht zurückgezahlt werden, steigt noch aus polit-ökonomischen Gründen. In den zinsbegünstigten Ländern könnten Populisten gezielt Stimmung gegen die Rückzahlung machen und der Bevölkerung nahelegen, erst einmal die eigenen Staatspapiere zu bedienen, bevor auch nur ein Euro zur Rückzahlung der Corona-Bonds verwendet wird. Auch kann sich die Rückzahlung zu einem Faustpfand entwickeln, sollte es in den nächsten Jahren zu Meinungsunterschieden auf verschiedene Politikfeldern zwischen den EU-Mitgliedsstaaten kommen.

Festzuhalten ist, dass Corona-Bonds jenseits einer solidarischen Symbolpolitik nur wenig echte Entlastung bringen, aber große Risiken bergen. Der jährliche Entlastungseffekt für Italien von 1,8 Milliarden

Euro ist angesichts der derzeitigen Herausforderungen nur ein Tropfen auf dem heißen Stein. Die Solvabilität des italienischen Staates kann mit Corona-Bonds in der derzeit diskutierten Größenordnung nicht gesichert werden. Kurzfristig ließe sich die Gefahr eines Investorenstreiks, der Italien von den Finanzmärkten abschneiden würde, möglicherweise mit einer umfassenderen Vergemeinschaftung der europäischen Schulden erreichen. Das lehnen aus guten Gründen selbst viele, die jetzt Corona-Bonds befürworten, ab.

Was sind vor diesem Hintergrund die Alternativen zu Corona-Bonds?

Erstens könnte man darauf setzen, dass die EZB auch weiterhin bei den Staatsschuldpapieren der Eurozone eingreift. Die jetzige EZB Präsidentin Christine Lagarde hatte am 12. März öffentlich angemerkt, dass es nicht Aufgabe der europäischen Zentralbank sei, Zinsdifferentiale in der Eurozone zu verhindern. Mit ihrer Aussage löste sie erhebliche Turbulenzen und Kursverluste bei italienischen Staatspapieren aus. Die italienisch-deutsche Zinsdifferenz ging erst wieder auf etwa 1,5 Prozentpunkte zurück, als mit der EZB Entscheidung vom 24. März zu einem Pandemic Emergency Purchase Programm (PEPP) 750 Milliarden Euro für den Aufkauf existierender Wertpapiere, voraussichtlich überwiegend Staatspapiere, angekündigt wurde. Zusammen mit einem kleineren Betrag, der am 12. März bereits beschlossen worden war, stehen damit Corona-bedingt Mittel für Aufkäufe zur Verfügung, die etwa 7,3 Prozent des Bruttoinlandsproduktes in der Eurozone entsprechen. PEPP hat deutlich gemacht, dass die EZB – trotz der gelegentlichen Betonung des geldpolitischen Mandats – letztlich kaum ein Mitgliedsland zurücklassen dürfte, dem der Verlust des Kapitalmarktzugangs droht. Da die aufgekauften Staatspapiere nun in der Bilanz der EZB auftauchen, ist eine Vergesellschaftung der Haftung nichts, was mit einem Nein zu Corona-Bonds unterbunden werden kann. Die Frage ist eher, ob eine solche Vergemeinschaftung unter dem Dach eines Corona-Bonds oder innerhalb der EZB Bilanz stattfindet. Allenfalls ist die Rückzahlung der Staatspapiere populistischer Tagespolitik etwas entzogen, da es bei PEPP anders als bei den Corona-Bonds keine zwei Klassen von Staatspapieren gibt.

Zweitens könnte die Hilfe über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) erfolgen. Der offensichtliche Vorteil besteht darin, dass diese Institution bereits existiert. Die Regeln der Kreditvergabe müssten nicht neu ausgehandelt werden. Aktuell könnte der ESM-Kredite im Volumen von 410 Milliarden Euro vergeben. Insbesondere wegen des hohen Zeitdrucks und der Komplexität internationaler Kreditvergabe spricht sich die Bundesregierung für eine Unterstützung besonders von Corona betroffener Länder über ESM-Kredite aus. Italien lehnt diese Form der Unterstützung bislang ab, obwohl einige Länder schon signalisiert haben, auf die mit den Krediten einhergehende Konditionalität und externe Überwachung verzichten zu können. Auch eine Verlängerung der bislang üblichen Laufzeiten ist im Gespräch, um die Tragfähigkeit der italienischen Staatsfinanzen weniger zu belasten. Allerdings sind

die ESM-Kredite vorrangig, so dass Italien möglicherweise einen Anstieg der Zinsen auf reguläre italienische Staatspapiere fürchtet.

Als eine dritte Alternative wird derzeit von Seiten der EU-Kommission eine temporäre Arbeitslosenrückversicherung vorgeschlagen. Soweit hier bereits Elemente den Medienberichten zu entnehmen sind, werden die Mitgliedsstaaten gebeten, freiwillige Garantien im Umfang von insgesamt 100 Milliarden Euro abzugeben. Mit Hilfe dieser Garantien kann sich die EU verschulden, um dann die Mittel den besonders betroffenen Ländern zur Verfügung zu stellen, die diese dann zur Absicherung von Kurzarbeitern und Arbeitslosen zu verwenden hätten. Im Gegensatz zu den Corona-Bonds, bei denen jeder für jeden einsteht, kann hier das Finanzvolumen niedriger sein, weil nur die besonders schwer getroffenen Länder Auszahlungen erhalten sollen. Allerdings ist der Umfang von insgesamt 100 Milliarden Euro niedriger als die italienische Tranche bei Corona-Bonds von insgesamt 1.000 Milliarden Euro. Wie bei Corona-Bonds und ESM wären die Hilfen rückzahlbar. Ob wie beim ESM eine Vorrangigkeit gegenüber anderen Schulden gegeben wäre, dürfte eine Frage der konkreten Ausgestaltung sein.

Viertens könnte die innereuropäische Solidarität über direkte Transfers an die besonders betroffenen Staaten gelebt werden. Der große Vorteil im Vergleich zur Kreditvergabe für die Empfängerländer besteht darin, dass hier keine Rückzahlungspflicht herrscht und damit für diese Mittel auch kein Zinsdruck in den internationalen Kapitalmärkten entsteht. Reine bilaterale Zahlungen sind zwar möglich, weisen jedoch die Gefahr des Trittbrettfahrerverhaltens auf. Gerade kleinere oder wirtschaftlich schwächere Länder könnten sich eher zurückhalten, da ihre Beiträge im Vergleich zu potenziell großen Geberländern wie Deutschland oder Frankreich wenig sichtbar wären. Um im nennenswerten Umfang Hilfsmittel zu generieren, ist eine Koordination auf EU-Ebene unerlässlich, z.B. indem die großen Länder ihre Zusagen auf die Mittelbereitstellung der anderen EU-Länder konditionieren (Matching).

Die Forderung nach Corona-Bonds wird aktuell primär unter dem Banner der europäischen Solidarität erhoben. Die tatsächlichen Entlastungseffekte der Corona-Bonds sind für Länder mit schwierigen makroökonomischen Rahmenbedingungen jedoch gering. Unter dem Aspekt, dass Zeichen der europäischen Solidarität auch sichtbar und transparent gesendet werden sollten, ist auch das Eingreifen der EZB an den Märkten für Staatspapiere wenig hilfreich. Besser schneidet möglicherweise das von der Kommissionspräsidentin ins Spiel gebrachte Instrument einer Arbeitslosenrückversicherung mit freiwilligen, aber auf EU-Ebene koordinierten Garantiebeiträgen ab. Fiskalisch stabile Länder wie Deutschland könnten sich hier gezielt für die von der Corona-Krise besonders gebeutelten Länder engagieren. Noch besser wären hierfür offene, auf EU-Ebene koordinierte Transfers, bei denen die heutige Hilfe nicht zu potenziellen Diskussionen morgen über die Rückzahlung mündet. Wer solche Transfers, die bei erfolgreicher Koordination vermutlich im zweistelligen Milliardenbereich lägen, als zu kleinmütig

vom Tisch wischt, übersieht, dass die Zinsvorteile, die bei Kreditlösungen entstehen, typischerweise viel niedriger sind.