

# IW-Kurzbericht 33/2020

## Hilfsinstrumente gegen die Corona-Krise im Vergleich

Jürgen Matthes / Markus Demary, 30. März 2020

**Verschiedene europäische Hilfsinstrumente für besonders von der Corona-Krise betroffene Staaten werden aktuell diskutiert. In diesem Beitrag werden mehrere Anforderungskriterien aufgestellt und die Vorschläge daran gemessen. Das Instrument der Corona-Bonds schneidet dabei am besten ab, wenn die deutsche Politik die damit verbundene Vergemeinschaftung akzeptiert. Das sollte Deutschland tun, um mit den besonders betroffenen Staaten umfassende Solidarität zu üben und Europa zusammenzuhalten.**

Die Corona-Krise zwingt die betroffenen Staaten dazu, neue Schulden aufzunehmen. Die Schuldentragfähigkeit könnte nicht nur durch höhere Schuldenlasten gefährdet werden, sondern auch durch höhere Zinslasten, falls die Risikoprämien stark zunehmen, wie es zwischenzeitlich schon bei einigen Ländern der Fall war. Durch beide Effekte könnte der Schuldendienst in den nächsten Jahren eine zu starke Belastung für die ohnehin noch unter Stress stehenden Staatshaushalte werden (Demary/Matthes, 2020).

Vor diesem Hintergrund wird über gemeinsame europäische Hilfen für besonders von der Corona-Krise betroffene Staaten diskutiert. Dabei sind verschiedene Hilfsinstrumente im Gespräch:

Die **EZB** nutzt bereits das in der Corona-Krise neu aufgelegte Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP). Es sieht zusätzliche Wertpapierkäufe des Eurosystems von bis zu 750 Milliarden Euro bis mindestens Ende Dezember 2020 vor. Die EZB lässt sich aber eine gewisse Flexibilität, bei den Ankäufen von ihren Kapitalanteilen abzuweichen, ohne dies genauer zu definieren. Sie signalisiert aber, dass sie innerhalb ihres Mandats alles Nötige tun wird, gegebenenfalls wird sie den finanziellen Rahmen erhöhen und die Kaufanteile anpassen.

Mit Blick auf den **ESM** wird diskutiert, Kredite weitgehend konditionslos zu vergeben, abgesehen von Bedingungen zur Zweckbindung nur für krisenbezogene Ziele und zur Sicherstellung der Rückzahlung. Die Eurogruppe diskutiert, dazu eine Pandemic Crisis Support Safeguard zur Verfügung zu stellen. Es soll eine bestehende (aber bislang noch nicht genutzte) vorsorgliche ESM-Kreditlinie genutzt werden (ECCL – Enhanced Conditions Credit Line). Sie sieht Kreditlaufzeiten von einem Jahr vor mit der Option auf eine Verlängerung um ein weiteres Jahr. Diese Kreditlinie soll allen Euroländern offenstehen. Darüber hinaus wird vorgeschlagen, eine neue Kreditlinie (Covid Credit Line) für alle Euroländer gesondert für die Corona-Krise zu schaffen, die ähnlich konditionsarm ist, aber sehr lange Laufzeiten hat (Bénassy-Quéré et al., 2020).

Andere Ökonomen haben Gemeinschaftsanleihen (quasi **Corona-Krisen-Eurobonds**) in einem Volumen von 1.000 Milliarden Euro ebenfalls mit möglichst langer Laufzeit vorgeschlagen (Bofinger et al., 2020). Die Zuteilung der Mittel auf die Euroländer soll nach der Schwere der Krise erfolgen, die Schuldendienstpflichten sollen sich aber nach den EZB-Kapitalanteilen richten, sodass anders als bei den anderen Lösungen ein partielles Transferelement bestehen würde.

Im Weiteren werden diese Instrumente miteinander anhand von mehreren Anforderungen verglichen.

Das Instrument sollte die **Schuldentragfähigkeit möglichst wenig gefährden**. Dabei spielen verschiedene Aspekte eine Rolle:

- Eine **Begrenzung der Schuldenzunahme** ist formal nur bei den Corona-Bonds teilweise vorgesehen. Demgegenüber nehmen die Eurostaaten bei dem EZB-PEPP selbst weiter Schulden auf, die von der EZB nur mit Interventionen am Sekundärmarkt flankiert werden. Auch bei den ESM-Lösungen steigen die Schulden der Eurostaaten im vollen Ausmaß der ESM-Kredite. Sehr langfristige Corona-Bonds haben zudem ein weiteres implizites Transferelement. Denn lange Laufzeiten haben bei endfälliger Tilgung den Vorteil, dass die Inflation während der Laufzeit das real aufzubringende Rückzahlungsvolumen vermindert und die inflationsbedingten Wertverluste auf den Finanzmarkt abgewälzt werden können. Diesen Vorteil bietet auch die langfristige ESM Covid Credit Line.

- Ein **möglichst sicherer Zugang zu günstigen Zinsbedingungen** kann die EZB nur eingeschränkt gewährleisten, weil die Risikoprämien trotz ihrer Interventionen steigen könnten. Bei den anderen Lösungen wären niedrige Zinsen gesichert. Der ESM gibt selbst Anleihen zu sehr niedrigen Zinsen heraus, deren Finanzvolumen er als Hilfskredite weiterreicht. Ähnlich würden Corona-Bonds funktionieren. Hinter beiden steht eine gemeinschaftliche Haftung der Euroländer, die beim ESM aber gewisse Grenzen hat.

- **Zeitnahe Rückzahlungsanforderungen** der Euroländer (und damit einhergehende Refinanzierungsrisiken) sind unbedingt zu **vermeiden**. Das ist beim EZB-PEPP nicht gegeben, wenn die Staaten sich an die bisherige Laufzeitstruktur ihrer Emissionen halten und ein erheblicher Teil der neu auszugebenden Staatsanleihen kurze Laufzeiten hat. Bei der ESM-ECCL ist sogar der volle Kreditbetrag spätestens innerhalb von zwei Jahren zurückzuzahlen. Dies ist ein Nachteil dieser Lösung. Dagegen sehen die ESM Covid Credit Line und die Corona-Bonds zu Recht sehr langfristige Kredite vor.

Das Hilfsinstrument der Wahl sollte **schnell einsetzbar** sein. Das ist bei dem EZB-PEPP und der ESM-ECCL gegeben, weil bestehende Strukturen genutzt werden können. Bei der ESM Covid Credit Line und den Corona-Bonds sind politische Entscheidungen und Umsetzungsprozesse nötig, die die Einführung verzögern können.

Die Intervention zur Stützung betroffener Staaten sollte **hinreichend wirksam** sein. Dazu ist ein ausreichendes Finanzvolumen der Hilfen nötig. Das EZB-PEPP hat mit 750 Milliarden Euro einen erheblichen Umfang und ist zudem prinzipiell noch weiter aufstockbar. Die avisierte Summe von 1.000 Milliarden Euro bei den Corona-Bonds ist noch größer. Dagegen ist die aktuelle Restkapazität des ESM mit 410 Milliarden Euro begrenzt. Die Befürworter einer Covid Credit Line fordern daher eine Aufstockung des ESM-Finanzvolumens. Die Eurogruppe sieht die ESM-ECCL dagegen offenbar nur als flankierendes Element und hat sich bislang nicht zu einer möglichen ESM-Aufstockung geäußert.

Es sollte eine **asymmetrische Nutzungsmöglichkeit durch die besonders betroffenen Staaten** möglich sein. Bei dem EZB-PEPP ist nicht eindeutig geklärt, wie weit das innerhalb des Mandats möglich ist, auch wenn die EZB hier große Flexibilität zu signalisieren versucht. Wenn der ESM eingesetzt würde, könnte die EZB im Rahmen des OMT-Programms noch gezielter Staatsanleihen betroffener Staaten kaufen. Bei den anderen Lösungen ist vorgesehen, dass die Verteilung nach Bedarf erfolgen soll, auch wenn grundsätzlich alle Euroländer

Zugriff haben. Es ist aber noch offen, wie genau die Zuteilung erfolgen würde, wenn die Anforderungen das Finanzvolumen übersteigen würden.

Bei der Nutzung des Hilfsinstruments sollte man ein **Stigma vermeiden**, das zu höheren Risikoprämien am Finanzmarkt für die betroffenen Staaten führen könnte. Ausschließen lässt sich dieses Risiko nicht. Doch bei der EZB und den Corona-Bonds erscheint es gering zu sein. Beim ESM könnte die Stigmatisierung größer sein, obwohl beide Vorschläge eine harte Reform-Konditionalität vermeiden wollen, die in der Vergangenheit das Stigma in erster Linie verursacht hat.

Einige eng zu fassende Bedingungen sind gleichwohl nötig. Eine **Zweckbindung nur für krisenbedingte Ziele** bei der Verwendung der Hilfskredite ist unbedingt erforderlich. Zudem ist die **Rückzahlung der Hilfskredite sicherzustellen**. Beides kann das EZB-PEPP nicht gewährleisten, weil die EZB keinen Durchgriff auf die Euroländer hat. Die anderen Instrumente dürften beide Anforderungen etwa durch Transparenzanforderungen bei der Verwendung und Rückzahlungsbedingungen sicherzustellen versuchen.

Es ist eine politische Frage, wie groß die **Haftungsrisiken für Deutschland** sein sollen oder dürfen. Jedes der Instrumente bringt eine gewisse Risikoteilung mit sich. Bei dem EZB-PEPP ist das Risiko aufgrund der Mechanismen des Eurosystems begrenzter als der deutsche Anteil an bis zu 750 Milliarden Euro und zudem indirekt über die EZB-Bilanz abgedeckt. Bei den ESM-Kreditlinien ist die Haftung Deutschlands auf 190 Milliarden Euro begrenzt, auch falls andere ESM-Mitglieder ihrer Zahlungsverpflichtung nicht nachkommen. Die gemeinschaftliche Haftung bei den Corona-Bonds dürfte demgegenüber nicht begrenzt sein, falls andere Zahler ausfallen, wobei dies von den Befürwortern noch nicht genau erläutert wurde.

Die **rechtliche Legitimität** muss sichergestellt sein, vor allem bei einem so erheblichem Haftungsvolumen. Bei dem EZB-PEPP sagt die EZB zu, nur innerhalb ihres Mandats zu agieren. Hier bestehen allerdings Interpretationsspielräume und es gibt durchaus kritische Stim-

men. Daher ist es empfehlenswert, die Fiskalpolitik einzubinden und damit die demokratisch legitimierten politischen Entscheidungsträger und idealerweise auch die nationalen Parlamente.

Schließlich muss auch aufgrund der hohen Haftungsrisiken gewährleistet werden, dass die ergriffenen Hilfsmaßnahmen einmalig sind und eine **Ausnahme** bleiben. Dies sollte bei den meisten Instrumenten grundsätzlich gewährleistet sein. Am ehesten besteht dieses Risiko bei der ESM-ECCL, weil hier die eigentlich vorgesehene Konditionalität gelockert werden muss. Daher muss in der Kommunikation sichergestellt werden, dass die aktuelle Situation nicht zu einem Präzedenzfall wird.

Zusammenfassend schneiden die Corona-Bonds über alle Anforderungskriterien hinweg am besten ab. Sie haben allerdings den Nachteil, dass sie nicht umgehend eingeführt werden können. Bei entsprechendem politischem Willen wären aber größere Verzögerungen vermeidbar. Zudem bringen Corona-Bonds die höchsten Haftungsrisiken für Deutschland mit sich. Hier ist eine schwierige politische Abwägung unverzichtbar. In dieser Krise sind wirksame Solidarität in Europa und auch eine deutsche Führungsrolle nötig. Es gilt zu verhindern, dass sich die Menschen in den besonders betroffenen Ländern allein gelassen fühlen und der Zusammenhalt Europas gefährdet wird.

## Literatur

Bénassy-Quéré, Agnès et al., 2020, A proposal for a Covid Credit Line, Column at VoxEU, March 21, 2020, <https://voxeu.org/article/proposal-covid-credit-line> [26.3.2020]

Bofinger, Peter / Dullien, Sebastian / Felbermayr, Gabriel / Hüther, Michael / Schularick, Moritz / Südekum, Jens / Trebesch, Christoph, 2020, Europa muss jetzt finanziell zusammenstehen, in: FAZ – Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.3.2020, Nr. 69, S. 20

Demary, Markus / Matthes, Jürgen, 2020, Auswirkungen der Corona-Krise auf die europäischen Finanzmärkte, IW-Kurzbericht, Nr. 30, Köln