

Sonderbericht

Pandemie-Update Nr. 8: Die Krise verhilft der EU als Bond-Emittentin zum Durchbruch



Das Wichtigste in Kürze: Die weltweiten Neuinfektionen sind in den vergangenen zwei Wochen deutlich angestiegen. Allerdings hat sich das Krisengeschehen in weltwirtschaftlich weniger bedeutende Regionen verlagert. Hierzu gehören insbesondere Südamerika und die Golfstaaten. Weiterhin stark betroffen sind auch Indien und Russland sowie die USA. In den beiden letztgenannten Staaten nehmen die Neuinfektionen nur sehr leicht ab. Insgesamt wurde seit Ausbruch der Seuche bei weltweit ungefähr 5,6 Mio. Menschen eine Infektion festgestellt, davon bei 1,25 Mio. innerhalb der letzten zwei Wochen.

29. Mai 2020

In weiten Teilen der EU und insbesondere im deutschsprachigen Raum waren die Fallzahlen in den letzten Wochen dagegen stark rückläufig. Die Lockerungen führten demnach nicht zu einem Anstieg der Neuinfektionen, aber sie verhalfen zu einer wirtschaftlichen Belebung. Die ökonomische Talsohle wurde vermutlich Anfang Mai durchschritten. Für die kommenden Monate und insbesondere das zweite Halbjahr kann mit einer Erholung gerechnet werden, die jedoch wenig dynamisch ausfallen dürfte. Über Konjunkturmaßnahmen berät die Bundesregierung nach Pfingsten.

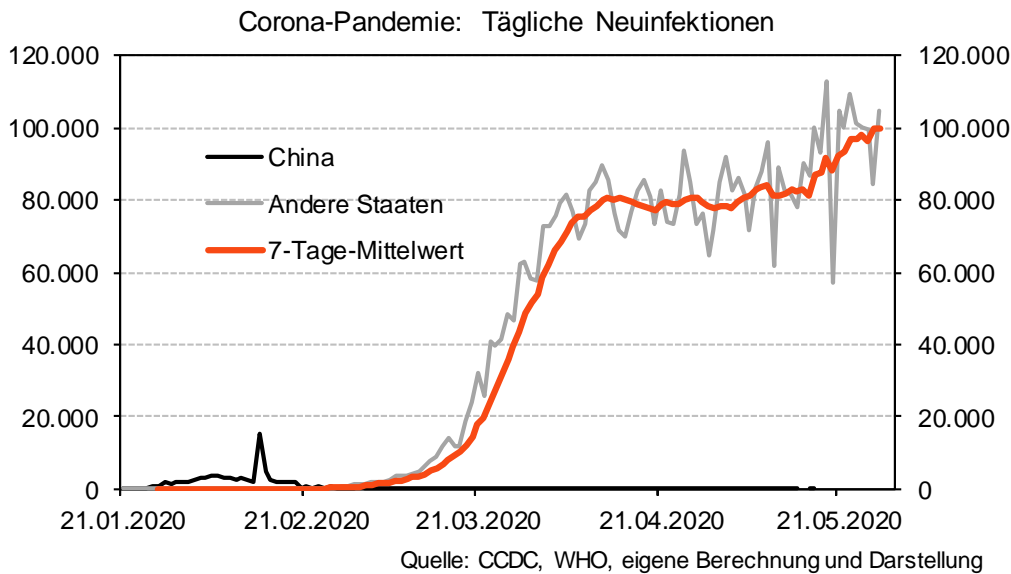
Mit dem Merkel-Macron-Plan eines Aufbaufonds in Höhe von 500 Mrd. Euro und dem noch weitergehenden Wiederaufbau-Plan von EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen über 750 Mrd. Euro erfolgten in den letzten Wochen zwei Paukenschläge mit historisch zu nennender Tragweite. Wir beleuchten in diesem Sonderbericht insbesondere den EU-Plan und auch das Urteil des Bundesverfassungsgerichtes von Anfang Mai über die Anleihekäufe der EZB, dem damit etwas von seiner vielleicht ohnehin nicht großen Bedeutung genommen wurde. Letztlich vollzieht sich mit dem Wiederaufbau-Plan ein weiterer Schritt in der Umwandlung der Europäischen Währungsunion weg von den rigiden Bestimmungen des Maastricht-Vertrages hin zu einer Transfer- und Schuldenunion. Das Risiko einer erneuten Euro-Krise dürfte damit spürbar nachlassen.

- Dr. Torsten Gruber
- Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

1. Pandemie-Entwicklung und Lageeinschätzung

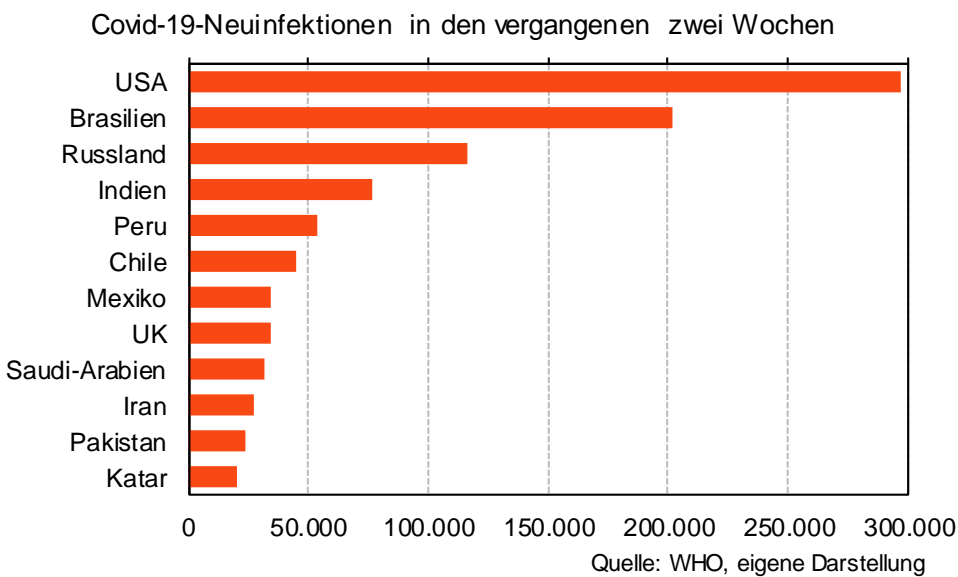
In den vergangenen zwei Wochen seit Erscheinen unseres letzten Sonderberichts zur Corona-Pandemie vollzog sich ein Anstieg der offiziell gemeldeten täglichen Neuinfektionen um rund 25 %. Der 7-Tage-Mittelwert stieg von rund 80.000 auf zuletzt 100.000 Fälle an (siehe Chart).

Wiederanstieg der Neuinfektionen auf globaler Ebene,...



Diese unerfreuliche Entwicklung war mit einer fortgesetzten Verlagerung des Infektionsgeschehens in bestimmte Weltregionen verbunden, in denen der Anstieg zugleich besonders deutlich ausfiel. Grob vereinfacht gesprochen sind aktuell weiterhin die USA, Russland und Indien sowie zunehmend Südamerika und die Region um den Persischen Golf betroffen.

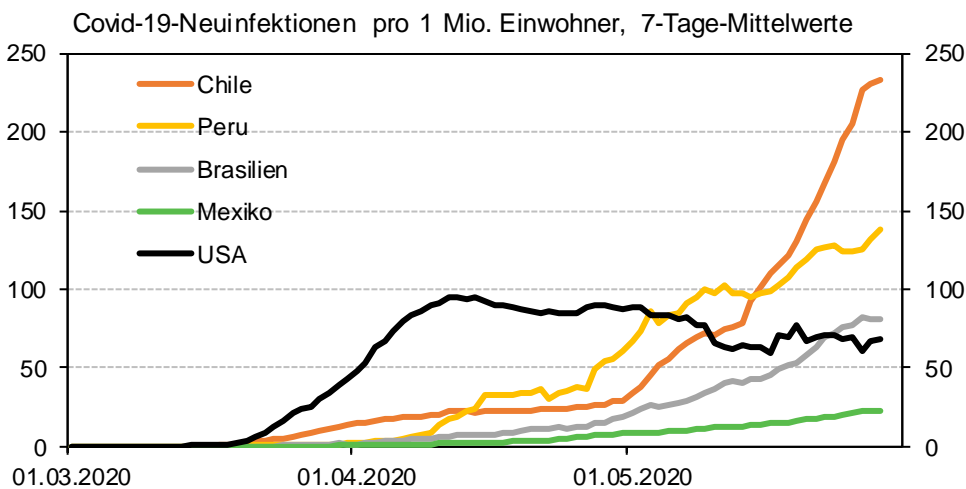
...rührt von bestimmten Regionen her.



In den USA wurden in den vergangenen zwei Wochen knapp 300.000 Neuinfektionen gezählt gegenüber 326.000 in den beiden Wochen seit dem 1.

Mai. Damit lässt dort eine wirksame Eindämmung der Epidemie immer noch auf sich warten, und die USA stehen weiterhin unangefochten an erster Stelle der Ranglisten hinsichtlich jemals infizierter Personen (1,7 Mio.) und Todesopfer (100.000). Besonders deutliche Zuwächse erzielten daneben die Staaten Mittel- und Südamerikas. So fand in Brasilien fast eine Verdoppelung von 110.000 Fällen in der ersten Maihälfte auf rund 200.000 Fälle in der zweiten Hälfte des Monats statt. Die Nation mit gut 211 Mio. Einwohnern weist insgesamt rund 400.000 Infektionen auf und überholte in dieser Hinsicht zuletzt Russland. Unklar bei diesen Vergleichen ist natürlich die Dunkelziffer. Man darf davon ausgehen, dass in tendenziell ärmeren Staaten beziehungsweise in einem jeweils frühen Stadium der Erkrankungswelle wenige Testkapazitäten zur Verfügung stehen. Besonders ausgeprägt war die Entwicklung übrigens in Chile, wo sich mit mehr als 230 Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohner im 7-Tage-Durchschnitt aktuell mehr Menschen anstecken als zu den Spitzenzeiten in der besonders betroffenen Schweiz (130 Fälle) und in Spanien (170 Fälle).

Brasilien folgt den USA an zweiter Stelle.



Quelle: WHO, eigene Berechnung und Darstellung

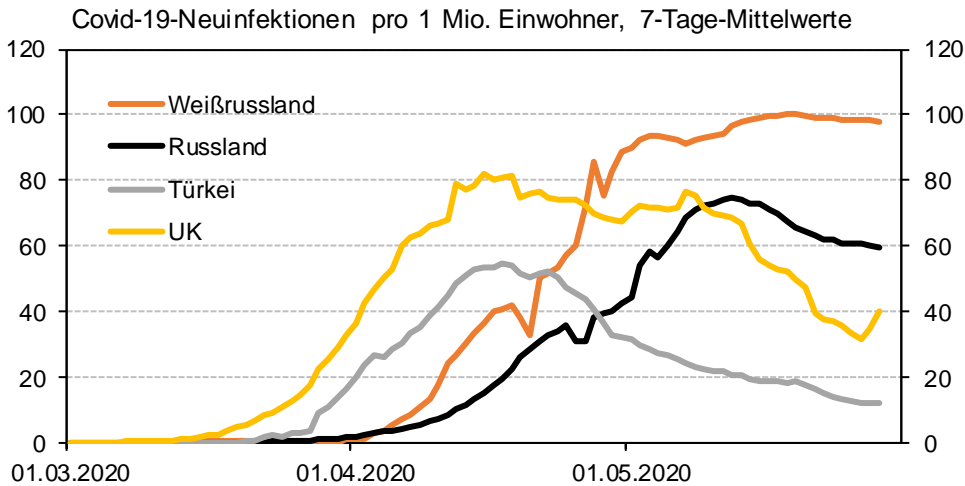
Russland zählte in den vergangenen zwei Wochen 116.000 Neuinfektionen, was einem Rückgang gegenüber der ersten Maihälfte mit damals 148.000 registrierten Fällen entspricht. Diese Besserung zeigt sich auch in der Grafik der Neuinfektionen pro 1 Mio. Einwohner, wo der 7-Tage-Durchschnitt von 75 auf 60 fiel (siehe Grafik nächste Seite). In Weißrussland wurde zwar noch kein Rückgang, aber immerhin ein Stopp der Ausweitung der Epidemie erreicht. Der osteuropäische Staat schiebt sich dennoch in der Rangliste des Kontinents immer weiter nach oben und überholte mit rund 40.000 Fällen seit Beginn der Pandemie zuletzt sogar Schweden. Hinsichtlich der Neuinfektionen in den letzten zwei Wochen lag das Vereinigte Königreich mit 34.000 Fällen aber deutlich vor Weißrussland. Dort zeichnete sich zwar eine Besserung ab, denn in der ersten Hälfte des Mai wurden noch 61.000 neue Fälle verzeichnet. Zuletzt wiesen die Zahlen aber nach oben.

Besserung in Russland und in Großbritannien.

Wie erwähnt erweisen sich die Golfstaaten immer mehr als neue Krisen-Hotspots, wenn auch in deutlich kleinerem Maßstab im Vergleich zu Amerika. Der Iran meldet aktuell eine zweite Welle. Dort gab es 27.000 Neuinfektionen seit dem 15. Mai (20.000 in der ersten Maihälfte). Übertroffen wird dies von Saudi-Arabien mit 32.000 neuen Fällen. Pakistan kommt auf 24.000 Neuinfektionen, und selbst die relativ kleinen Herrschaftsgebiete Katar und die Vereinigten Arabischen Emirate kommen auf 21.000 beziehungsweise 11.000 Fälle innerhalb der letzten zwei

Golfstaaten sind neuer Krisen-Hotspot.

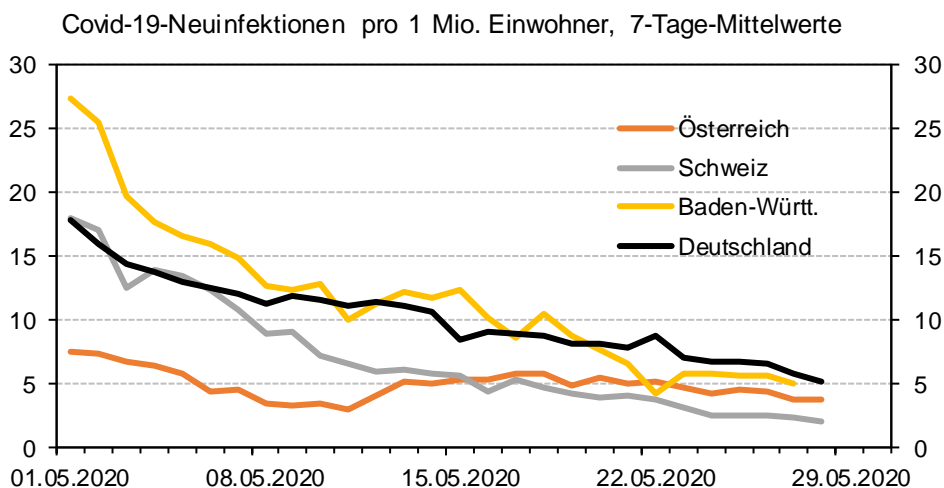
Wochen. Zur Vervollständigung der aktuell am schwersten heimgesuchten Regionen sei noch Indien mit einem Anstieg von 47.000 auf 76.000 Fälle aufgezählt. Wie es dort hinsichtlich der anzunehmenden Dunkelziffer aussieht, bleibt dabei weiterhin ein großes Rätsel.



Quelle: WHO, eigene Berechnung und Darstellung

In der Europäischen Union bleiben die Fallzahlen dagegen unverändert abwärtsgerichtet. Besonders erfreulich ist insbesondere die Entwicklung im deutschsprachigen Raum (siehe Grafik unten). Für Österreich errechnet sich nach den Zahlen des jüngsten Datenausweises der WHO von heute Nacht ein 7-Tage-Mittelwert von nur noch 4 Fällen pro 1 Mio. Einwohner. Die Schweiz unterbietet diese Kennziffer seit Mitte des Monats. Dort stecken sich rechnerisch nur noch 2 Menschen pro 1 Mio. Einwohner an. Deutschland hinkt der Entwicklung etwas hinterher. Aber mit einem Wert von nur noch 5 statt 18 pro 1 Mio. Einwohner wie zum Monatsanfang ist auch hier eine deutliche Besserung sichtbar.

Deutlicher Rückgang im deutschsprachigen Raum.



Quelle: RKI, WHO, eigene Berechnung und Darstellung

Damit lässt sich auch festhalten, dass die seit April durchgeführten Lockerungen grundsätzlich kein Fehler waren. Warum es bislang trotz teilweise sehr unvorsichtiger Menschen in den Einkaufsstraßen und in den innerstädtischen Parks nicht sofort zu einem erneuten Anstieg der Neuinfektionen kam, dürfte vielleicht auch damit zu erklären sein, dass das Virus einfach nur noch sehr

Lockerungen führten nicht zu Wiederanstieg.

begrenzt in Umlauf ist. Man könnte die Situation alternativ mit der folgenden Erklärung umschreiben: Sogenanntes Russisches Roulette bleibt ungefährlich, solange sich keine Patrone in der Revolvertrommel befindet.

In Zusammenhang mit den Lockerungen ist übrigens eine kürzlich veröffentlichte gemeinsame Studie des Helmholtz-Instituts und des ifo-Instituts interessant. Die Autoren verbinden Modelle über das Infektionsgeschehen und der wirtschaftlichen Auswirkungen eines Lockdowns und kommen zu dem Schluss, dass allmähliche Lockerungen zwar einen noch schnelleren Rückgang der Neuinfektionen verhindern. Aber dafür sinken die ökonomischen Kosten der Eindämmungsmaßnahmen beträchtlich. Optimal wäre – zumindest laut Modellen – eine Reproduktionsrate R_0 von 0,75 über einen längeren Zeitraum, also wenn jeweils 100 Neuinfizierte ihrerseits nur noch 75 bislang gesunde Menschen anstecken.

Reproduktionsrate von 0,75 als Optimum angesehen.

Unabhängig von diesen theoretischen Überlegungen haben sich die Perspektiven in den letzten Wochen spürbar aufgehellt. Das epidemiologische Krisenhoch war Ende März beziehungsweise Anfang April erreicht. Und die wirtschaftliche Talsohle dürfte in Europa Anfang Mai durchschritten gewesen sein. Augenscheinlich wird die Besserung hierzulande allein mit Blick auf den wieder deutlich zunehmenden Straßenverkehr. Hieran ändert auch der Umstand nichts, dass global gesehen die Neuinfektionen zuletzt anstiegen, denn dies betrifft hauptsächlich Staaten, die weltwirtschaftlich betrachtet weniger bedeutend sind. Die große Ausnahme hierbei stellen die USA dar, wo in den letzten Wochen trotz immer noch hohen Neuinfektionen Lockerungen durchgeführt wurden. Die Gefahr, dass diese Schritte zurückgenommen werden müssen, ist in den Vereinigten Staaten vermutlich am höchsten. Bei den Meldungen über neue Impfstoffkandidaten und andere Medizinprodukte in den letzten Wochen handelt es sich zudem mehr um Marketing als um Substanz. Unverändert gilt, dass ein marktreifer Impfstoff voraussichtlich frühestens 2021 zur Verfügung stehen wird.

Die Talsohle ist durchschritten,...

...doch ein Impfstoff noch nicht in Sicht.

3. Kostenübernahme und EU-Wiederaufbauplan

Die Corona-Pandemie und die Maßnahmen zu ihrer Eindämmung bedeuten eine immense finanzielle Belastung für manche Privathaushalte und Unternehmen sowie auf jeden Fall für alle Staatshaushalte. Zu den wegbrechenden Steuereinnahmen aufgrund des Beinahe-Stillstands der Wirtschaft kommen zusätzliche Ausgaben für die Sozialkassen, den Gesundheitssektor und zur Unterstützung der Wirtschaft. Wie in unserem Sonderbericht *Pandemie-Update Nr. 6* ausgeführt, rechnet der Internationale Währungsfonds (IWF) beispielsweise für Deutschland mit einem Haushaltsdefizit im laufenden Jahr von 5,5 %, Italien, Frankreich und Spanien bewegen sich demnach in der Größenordnung von 8,3 % bis 9,5 %, und für die USA wird sogar ein Wert von 15,5 % angenommen. Für alle Regierungen stellt sich damit die Frage, wie diese Lasten zu schultern sind.

Die Pandemie ist ein finanzielles Problem,...

Der erste Impuls im März und April war es, die Notenbanken diese Kosten durch Anleihekaufprogramme tragen zu lassen. Im Grunde genommen handelt es sich dabei zwar um eine Art Taschenspielertrick. Wenn nämlich einfach nur die elektronischen Druckerpressen angeworfen werden, dann übernimmt zunächst niemand die Lasten, sondern man unterwirft sich der Hoffnung, dass das auf diese Art herbeigezauberte Geld beziehungsweise die aufgenommenen Schulden

...welches irgendetwas tragen muss.

des Staates durch erfolgreiches Wirtschaftswachstum in den nachfolgenden Jahrzehnten einen immer unbedeutenderen Betrag darstellen.

Dieser Ansatz mag vielleicht nicht optimal sein, aber angesichts der Notlage ist er durchaus vertretbar. Die damit verbundene Aufblähung der Notenbankbilanzen dürfte zumindest kurz- bis mittelfristig kaum zu einer erhöhten Inflation führen. Dies legen die nun schon rund ein Jahrzehnt umfassenden Erfahrungen mit den bisherigen Anleihekaufprogrammen nahe. Und außerdem könnte es sich als fatal erweisen, in der aktuellen konjunkturellen Lage alternativ über Steuererhöhungen oder Einsparungen die Haushaltslöcher stopfen zu wollen. Das Risiko ist sehr hoch, dass sich hierdurch der anfängliche negative wirtschaftliche Impuls durch den Lockdown zu einer anhaltenden Rezession ausweiten könnte. Die dritte Option, eine vollständige Schuldenaufnahme am allgemeinen Kapitalmarkt, ist auch keine ernste Erwägung wert: Würden die Staaten versuchen, ihren Geldbedarf alleine mit Hilfe privater Geldgeber zu decken, dann würde hieraus ein Zinsanstieg resultieren, der die hoch verschuldete Wirtschaft gefährdet. Ein Ausgleich durch Kapitalzufluss aus dem Ausland scheidet zudem aus, da in der aktuell ungewöhnlichen Situation alle Industriestaaten gleichzeitig betroffen sind.

Sparen ist konjunkturell kontraproduktiv.

Ein gutes Beispiel für die mehr oder minder offen praktizierte anteilige Defizitfinanzierung durch die Notenbank sind die USA. Die Federal Reserve kauft aktuell für rund 5 Mrd. US-Dollar pro Tag Staatsanleihen auf. Möglicherweise wird sie das Volumen in den kommenden Wochen etwas drosseln. Auf dem Höhepunkt der Krise erwarb die Notenbank nämlich für immerhin 50 Mrd. US-Dollar pro Tag Treasuries, aber sie reduzierte dann schrittweise das Volumen. Ein wichtiger ursprünglicher Zweck, die Liquiditätsversorgung des allgemeinen Marktes, wird mit der allmählichen Beruhigung der Lage weniger wichtig. Vor diesem Hintergrund und da der Finanzbedarf des Staates weiterhin hoch bleibt, werden zukünftig immer mehr andere Geldgeber in die Presche springen müssen. In den kommenden Monaten ist deshalb ein leichter Renditeanstieg nicht unwahrscheinlich.

Die Fed kauft die Staatsschuld,...

Die US-Notenbank kündigte am 23. März auch an, Unternehmensanleihen am Primärmarkt, das heißt direkt aus der Hand der Firmen kaufen zu wollen. Sie weitete ihre Zusage im April sogar auf Anleihen mit einer Ratingeinstufung unterhalb des Investment Grade-Bereichs aus. Eigentlich sind der Fed solche Aktivitäten verboten. Damit der Rechtsbruch nicht allzu deutlich zutage tritt, soll eine Zweckgesellschaft (Special Purpose Vehicle) als rechtliche Eigentümerin der zu kaufenden Anleihen dazwischengeschaltet werden, die dann von der Notenbank umfassend mit Liquidität versorgt wird. Da offenbar alle beteiligten Akteure diese Vorgehensweise als vorteilhaft empfinden, gilt der Grundsatz, „Wo kein Kläger, da kein Richter“.

...und bewegt sich in einem rechtlichen Graubereich.

In Europa sieht es in dieser Hinsicht etwas anders aus. Selbst überzeugte Anhänger der Europäischen Einigung können nicht verhehlen, dass sich die Politik in dem Staatenbund sehr häufig um Verteilungsfragen dreht und fast alle Staaten davor Angst haben, finanziell übervorteilt zu werden. Ähnliches gilt für die Europäische Währungsunion und ihre Zentralbank, die in den letzten Jahren wiederholt Ziel von Klagen deutscher Bürger wurde, darunter vor allem von Professoren aus den einschlägigen Fachgebieten. Und bekanntlich geht es hierbei exakt um die Frage, ob die Anleihekäufe der EZB, die offiziell als geldpolitische Aktion bezeichnet werden, nicht in Wahrheit eine Form der eigentlich verbotenen Staatsfinanzierung durch die Druckerpresse darstellen. Es

Angst vor monetärer Staatsfinanzierung in Kerneuropa.

steht stark vereinfacht gesprochen die Angst im Raum, dass Sparguthaben in Deutschland und anderen Staaten letztlich ähnlich wie nach den beiden Weltkriegen durch die unkontrollierte Geldflut entwertet werden könnten.

Die Beurteilung dieser Frage ist nicht nur hochgradig kontrovers und politisch stark überfrachtet, sondern auch außerordentlich schwierig. Indem die EZB in den letzten Jahren Staatsanleihen der Mitgliedsstaaten aufkaufte, sorgte sie in der Tat für eine Angleichung der sonst sehr unterschiedlichen Zinsniveaus zwischen dem Süden der Eurozone und den solideren Ländern des Nordens. Sie verhalf damit den eigentlichen Leitzinsen, für die sie zuständig ist, zu größerer Geltung. Aber auf der anderen Seite kann kaum geleugnet werden, dass die EZB durch ihre Käufe den Regierungen beim Schuldenmachen half. Insofern sind die Anleihekäufe ein Zwitterwesen, und ihre Beurteilung wird stark von den jeweiligen Interessen gefärbt. Hinzu kommt die Macht des Faktischen: Würden beispielsweise hohe Entscheidungsträger in Deutschland äußern, bei den Kaufprogrammen handle es sich um eine verbotene Staatsfinanzierung, dann könnte dies letztlich einen Zusammenbruch des Euroraums innerhalb kurzer Zeit nach sich ziehen. Angesichts der zu erwartenden sozialen und wirtschaftlichen Folgen möchte dies vermutlich niemand verantworten. Einen Platz in den Geschichtsbüchern will sich keiner mit dieser Tat sichern.

Sind Anleihekäufe verbotene Staatsfinanzierung?

Vor diesem Hintergrund ist es vielleicht kein Wunder, wenn das Bundesverfassungsgericht (BVG) Anfang Mai urteilte, die seit 2015 durchgeführten Anleihekäufe im Rahmen des Asset Purchase Programmes (APP) der EZB seien keine monetäre Staatsfinanzierung. Indem die Karlsruher Richter aber ankreideten, die Zentralbank habe vernachlässigt, die Verhältnismäßigkeit ihrer Maßnahmen darzulegen, ergoss sich eine Welle aus Kritik über dem Gericht. Diese speiste sich auch aus dem Umstand, dass der in den Fall eingeschaltete Europäische Gerichtshof (EuGH) in Luxemburg die Anleihekäufe im Gegensatz zum BVG ohne Auflagen durchwinkte. Die deutschen Verfassungsrichter wurden in der Presse auch dafür gescholten, sich über den EuGH stellen zu wollen. Die große Empörung über das BVG-Urteil erklärt sich vielleicht daraus, dass Kritik an einzelnen Vorgängen auf europäischer Ebene in Deutschland leicht als Sabotage des gesamten europäischen Friedensprojektes, einer deutschen Staatsraison, überinterpretiert wird.

Richterspruch aus Karlsruhe löst Verärgerung aus.

Eine abschließende rechtliche Abschätzung der aufgeworfenen Differenzen kann von uns kaum geleistet werden. Zu umfangreich sind die Details und die juristischen Fallstricke. Außerdem hängt auch hier vieles von der politischen Einstellung ab. Und letztlich interessieren uns eher die wirtschaftlichen Konsequenzen. Deshalb sollen nur ganz kurz die folgenden Überlegungen festgehalten werden: Der EuGH ist sicherlich nicht unumstritten. Er sieht sich zwar schon seit Jahrzehnten als oberste rechtliche Instanz in der EU an. Aber ebenso lange sprechen ihm verschiedene nationale Höchstgerichte, darunter das BVG, die „Kompetenzkompetenz“ ab, also die Freiheit, darüber zu entscheiden, für welche Themengebiete er höchstrichterlich zuständig ist. Die diversen Wahlkämpfe in Großbritannien in Zusammenhang mit dem Brexit wurden vor diesem Hintergrund auch unter dem Motto „Take back control“ geführt. Und in der durch bilaterale Verträge mit der EU verbundenen Schweiz lautet das Schlagwort „Keine Macht den fremden Richtern“. Verfassungsrechtlich könnte man zudem die folgende Argumentationskette aufstellen: Das deutsche Grundgesetz sieht in Artikel 20, Absatz 1 vor, „Alle Staatsgewalt geht vom Volke aus“. Dieser unabänderliche Grundsatz wird im Falle des Bundesverfassungsgerichts gewahrt,

Kompetenzstreitigkeiten zwischen BVG und EuGH haben Tradition.

da dessen Richter gemäß Artikel 94 je zur Hälfte durch den Bundestag und den Bundesrat gewählt werden. Im Fall des europäischen Gerichtshofes entsendet dagegen jedes Mitgliedsland einen Richter, der vom europäischen Rat, also Mitgliedern der 27 Regierungen, bestätigt werden muss. In manchen Staaten entscheidet dabei der Regierungschef, aber nicht das Parlament, wer entsendet wird. Und der Zwergstaat Malta hat durch dieses Verfahren das gleiche Gewicht wie beispielsweise Spanien oder Frankreich. Was das für den in einer Demokratie wichtigen Grundsatz der Stimmgleichheit bedeutet, mag sich jeder selbst ausmalen. Insofern bleibt festzuhalten, dass es reichlich Konfliktpotenzial und Argumente gibt, wenn es zukünftig zu einem offenen Machtkampf der obersten Gerichte um grundsätzliche Fragen kommen sollte.

Spricht der EuGH „im Namen des Volkes“?

Das Urteil des Bundesverfassungsgerichtes von Anfang Mai berührt die Arbeitsweise der EZB jedenfalls aus ganz praktischen Gründen. Eigentlich wurde mit Gründung der Zentralbank festgehalten, dass diese unabhängig von der Politik und von Weisungen aus den Mitgliedsstaaten sein solle. Zu Recht wurde damals dem Versuch einen Riegel vorgeschoben, die Notenbank für nationale Zwecke zu missbrauchen. Der Richterspruch aus Karlsruhe scheint nun an diesem Grundsatz zu rütteln, auch wenn sich die Vorzeichen vollständig umgekehrt haben und die nationale Einmischung aus Sorge um die Solidität geschieht, aber nicht zur nationalen Vorteilnahme.

Notenbanken sollten unabhängig sein,...

EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen reagierte in beleidigtem Ton auf das Urteil aus Karlsruhe, die EZB-Präsidenten Lagarde dagegen offiziell recht kühl. Man nehme das Urteil lediglich „zur Kenntnis“ und werde den eingeschlagenen Weg „unbeirrt“ fortsetzen. Vermutlich wird die Frankfurter Währungsbehörde in den kommenden Wochen eine umfassende Begründung der Verhältnismäßigkeit nachreichen und so über das vom BVG hingehaltene Stöckchen springen. Damit könnte alles so bleiben, wie es bislang ist.

...doch der BVG-Urteilsspruch dürfte vermutlich keine Auswirkungen haben,...

Der Markt zeigte dementsprechend keine nachhaltigen Reaktionen auf das Urteil aus Karlsruhe. Nach unserer Einschätzung ist die Wahrscheinlichkeit auch sehr gering, dass der deutsche Richterspruch das Anleihekaufprogramm der EZB zu Fall bringen wird. Allerdings besteht eine kleine Restwahrscheinlichkeit dafür, dass es doch anders kommen könnte, insbesondere wenn die EZB hinsichtlich der nachzureichenden Begründung schlampt, und in diesem Fall drohen größere Verwerfungen. Insofern könnte man dem Rentenmarkt eine gewisse Sorglosigkeit attestieren. Es sei auch darauf hingewiesen, dass das BVG mitnichten sich anmaßt, der EZB direkt Vorschriften zu machen. Karlsruhe legt lediglich fest, ob die Deutsche Bundesbank an dem EZB-Programm teilnehmen darf. Aber angesichts der Bedeutung der größten Notenbank im Europäischen System der Zentralbanken hält das BVG durchaus ein scharfes Schwert in der Hand.

...dennoch ist der Markt zu sorglos.

Angesichts der durch die Corona-Pandemie ausgelösten Notlage und dem jüngst begonnenen „Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)“ der EZB kommt das BVG-Urteil gewissermaßen zur Unzeit. Vielleicht ist das der Grund, warum man zuletzt von der Idee abrückte, die Kosten der Pandemie direkt durch die Notenbank finanzieren zu lassen und stattdessen einen eher fiskalpolitischen Ansatz wählte. Aber vielleicht ist es auch nur Zufall. Jedenfalls präsentierten am 19. Mai Bundkanzlerin Merkel und Frankreichs Staatspräsident Macron ihren Plan über einen 500 Mrd. Euro umfassenden „EU-Wiederaufbaufonds“. Und am Mittwoch dieser Woche – man könnte von einem Überbietungswettbewerb sprechen – übertrumpfte EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen diese

Neuer Ansatz: Die Wiederaufbaupläne.

Überlegungen mit einem EU-Wiederaufbauplan durch ein „Wiederherstellungsinstrument“ im Volumen von 750 Mrd. Euro. Zusammen mit dem leicht angepassten EU-Budget über 1.100 Mrd. Euro über die nächsten sieben Jahre und dem bereits beschlossenen Hilfspaket in Höhe von 540 Mrd. Euro will die EU somit knapp 2,4 Bio. Euro in die Waagschale werfen.

Besonders wichtig ist in diesem Zusammenhang das „Wiederherstellungsinstrument“. Die 750 Mrd. Euro sollen durch die Ausgabe durch Anleihen der EU am Kapitalmarkt aufgenommen werden. Von dem Geld sollen dann 500 Mrd. Euro als Geldgeschenke (offiziell „Zuschüsse“) an diverse Mitgliedsstaaten verteilt werden. Die restlichen 250 Mrd. Euro sollen als rückzahlbare Kredite fließen.

Um an diese Beträge zu kommen, sollen die Mitgliedsstaaten „Erholungs- und Belastbarkeitspläne“ nach Brüssel einsenden. Die Details des Wiederaufbauplans legen allerdings den Schluss nahe, dass die Töpfe bereits vorab verteilt wurden. So kursieren verschiedene Berechnungen in der Presse und in Analysen von Investmentbanken wonach Italien und Spanien die Hauptnutznießer sein werden. Für sie ergeben sich offenbar Geldgeschenke in Höhe von 82 Mrd. Euro und 77 Mrd. Euro beziehungsweise von Kreditzusagen über 91 Mrd. Euro und 63 Mrd. Euro. An dritter Stelle steht das von der Corona-Pandemie nur sehr wenig betroffene Polen (23.000 Infektionen absolut) mit „Zuschüssen“ über 38 Mrd. Euro und Krediten in Höhe von 26 Mrd. Euro. Frankreich soll ebenfalls rund 38 Mrd. Euro geschenkt bekommen, Deutschland 29 Mrd. Euro, Griechenland etwa 22 Mrd. Euro und Rumänien knapp 20 Mrd. Euro. Vorgesehen sind die Gelder zur Förderung der Politik-Schwerpunkte der EU, nämlich den Umweltschutz, der Digitalisierung und der Stärkung der Widerstandskraft gegenüber zukünftigen Krisen.

Geht es nach der EU-Kommission, dann wird im Juni über den Plan entschieden, so dass die ersten Zuschüsse im September fließen können. Mindestens der Widerstand der „sparsamen Vier“ nämlich der Regierungen Österreichs, Dänemarks, der Niederlande und Schwedens, könnte aber zu einer Verzögerung bis Anfang 2021 führen. Für die Pläne ist Einstimmigkeit unter allen 27 Mitgliedsstaaten der EU notwendig. Immerhin dürfte der Widerstand der osteuropäischen Länder kaum noch eine Rolle spielen, da diese auf der Ausgabenseite sehr großzügig berücksichtigt wurden. Für Tschechien und Ungarn (9.100 Infizierte und 3.800 Infizierte) sind jeweils 8 Mrd. Euro an Zuschüssen vorgesehen. Aber unabhängig hiervon ist die Auszahlung der Gelder ohnehin über einen Mehrjahreszeitraum geplant.

Vergegenwärtigt man sich die zeitliche Dimension, die inhaltliche Ausrichtung und die angedachte Verteilung, dann wird überdeutlich, dass der „EU-Wiederaufbauplan“ praktisch fast keinen Zusammenhang mit den finanziellen Schäden durch die Corona-Krise aufweist. Die Krise stellt vielmehr nur den Anlass dar, einem größeren europäischen Haushalt mit Gemeinschaftsschulden zum Durchbruch zu verhelfen. Hierbei handelt es sich sogar um das erklärte Ziel von manchen Politikern. Bundesfinanzminister Scholz sieht in den gemeinsamen Schulden eine Parallele zur Situation in den Anfangsjahren der USA. Der damalige US-Finanzminister Alexander Hamilton erreichte 1790 die Vergemeinschaftung der Schulden der 13 Einzelstaaten und schweißte so den losen Staatenbund stärker zusammen.

500 Mrd. Euro als „Zuschüsse“.

Wo ist der Zusammenhang mit Corona?

Osteuropa dürfte kaum Widerstand leisten.

Ein „Hamilton-Moment“ für die EU.

Was sind die wirtschaftlichen Folgen? Zunächst ist festzuhalten, dass der Wiederaufbauplan eine scharfe Zäsur in der Geschichte der EU und auch der Währungsunion darstellt. Der Streit über die Einführung dürfte sich durch den Widerstand der „sparsamen Vier“ vielleicht noch etwas hinziehen. Aber manche Beobachter meinen süffisant, es sei nur eine Frage der Zeit und der jeweiligen Beträge, bis auch diese Stimmen gekauft würden. Vielleicht kommt größerer Widerstand eher aus Paris, das nach den kursierenden Zusammenstellungen nur 38 Mrd. Euro erhält, also viel weniger als Italien und Spanien.

Wird Frankreich zustimmen?

Die meisten Beobachter rechnen damit, dass die jetzigen Planungen nur der erste Schritt hin zu einer dauerhaften Transfer- und Schuldenunion sind. Damit würde einer der vielen Konstruktionsfehler der europäischen Währungsunion überwunden werden, nämlich des Zusammenfesseln sehr unterschiedlicher Volkswirtschaften ohne internen Zahlungsausgleich. Wenn zukünftig fortwährend oder zumindest bei größerem Bedarf umfassende Mittel von den Kernstaaten in die Peripherie fließen können, dann sinkt die Gefahr einer neuen Eurokrise beziehungsweise eines Auseinanderbrechens der EWU drastisch.

Ein wirksames Instrument gegen eine neue Eurokrise...

Ablesbar ist dieser Effekt an den Kapitalmärkten, wo der Euro gegenüber dem US-Dollar seit Mittwoch um 2 Cent auf zuletzt 1,114 US-Dollar spürbar aufwertete. Angesichts der verhältnismäßig geringen Volatilität seit einiger Zeit ist diese Bewegung enorm. Insgesamt könnte in den nächsten Monaten der Bewertungsabschlag des Euro aufgrund des bislang bestehenden grundsätzlichen Glaubwürdigkeitsproblems der Währungsunion schwinden. Die Rendite italienischer Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit sank innerhalb von zwei Tagen um 10 Basispunkte auf 1,44 %. Auf beiden Märkten drohen natürlich Rückschläge, wenn es in den kommenden Wochen vermehrt Streit in Brüssel geben sollte.

...erhält von der Börse Vorschusslorbeeren.

Festzuhalten bleibt auch, dass die Strategie Italiens in den letzten Jahren, die eigenen Bürger nicht mit Reformen oder einer Anpassung der Steuern beziehungsweise des Renteneintrittsalters auf das höhere Niveau der Kernländer zu bedrängen, letztlich Früchte trägt. Der Finanztransfer aus Brüssel wird zukünftig die Notwendigkeit für Einschnitte weiter reduzieren helfen. In diesem Sinne ändert sich der Charakter der Währungsunion nachhaltig. Die Maastricht-Kriterien beziehungsweise der Wachstums- und Stabilitätspakt, der ohnehin nie so richtig zur Geltung kam, dürfte kaum noch eine Rolle spielen.

Der Reformdruck dürfte sinken.

Entscheidend ist in diesem Zusammenhang auch die Bewertung der neuen Schulden. Bislang ist vorgesehen, dass sich die Defizitregeln auf den Budgetsaldo der jeweiligen Staaten beziehen, welcher die Haushalte des Staates, der gegebenenfalls nachfolgenden Bundesländer oder Provinzen, der Kommunen und der Sozialversicherungen zusammenfasst. Angeblich soll es nun von der europäischen Statistikbehörde Eurostat abhängen, ob die EU-Schulden ebenfalls darauf angerechnet werden oder eher nicht. Erwartet wird jedenfalls, dass die neuen Schulden nicht die Bonitätsratings der Staaten verschlechtern sollen. Die Argumentationslinie bezieht sich auf den Umstand, wonach bis 2028 nur Zinsen auf die Schulden bezahlt werden sollen, womit die Haushalte der Staaten kaum belastet werden. Geht man beispielsweise von einem Zinsniveau von vergleichsweise hohen 2 % aus, dann entspräche dies lediglich 15 Mrd. Euro, was wirklich nur ein kleiner Betrag darstellt. Die Tilgung der Schulden soll dann von 2028 bis 2058 (!) erfolgen. Die Lasten der jetzigen Krise unserer Generation

Möglicherweise keine Anrechnung auf die Schuldenquoten der Staaten.

werden somit weitgehend auf die nächste oder sogar die übernächste Generation übertragen.

Tatsache ist jedenfalls, dass die EU zu einem neuen, außerordentlich wichtigen Bond-Emittenten aufsteigt. Überschlägigen Berechnungen zufolge dürfte das Emissionsvolumen zukünftig rund 140 Mrd. Euro jährlich betragen, womit der erste Rang in Europa belegt werden würde. Für Rentenanleger dürfte deshalb kaum ein Weg an den neuen Bonds vorbeiführen. Dies bedeutet auf der anderen Seite aber auch eine neue Konkurrenz für andere Emittenten aus dem AAA-Segment. Es ist allerdings davon auszugehen, dass die EZB einen Großteil der neuen Anleihen aufkaufen wird, so dass letztendlich doch die Druckerpresse als Geldquelle dienen dürfte.

EU steigt zum größten Bond-Emittenten auf.

3. Fazit

In drei der vier wichtigsten Wirtschaftsregionen der Welt, nämlich in China, der EU und Japan, ist die Corona-Pandemie weitgehend am Abklingen. Damit ist der Weg frei für eine Erholung der Wirtschaft im zweiten Halbjahr 2020, die jedoch wenig dynamisch ausfallen dürfte. Als größte Risiken für die Konjunktur sind momentan die Situation in den USA mit weiterhin vielen Neuinfektionen, das Geschehen in den Schwellenländern und die Gefahr einer zweiten Welle zu nennen.

Konjunkturerholung im zweiten Halbjahr erwartet.

Der jüngst vorgestellte „Wiederaufbau“-Plan der EU dürfte noch für viel Streit in Brüssel sorgen. Sicher ist auch, dass er die Währungsunion nachhaltig verändern dürfte. Das ganze Ausmaß ist aktuell aber noch kaum absehbar. Zumindest mittelfristig wird die EWU beziehungsweise der Euro hierdurch aber gestärkt werden.

Wiederaufbau-Plan stärkt die Eurozone.