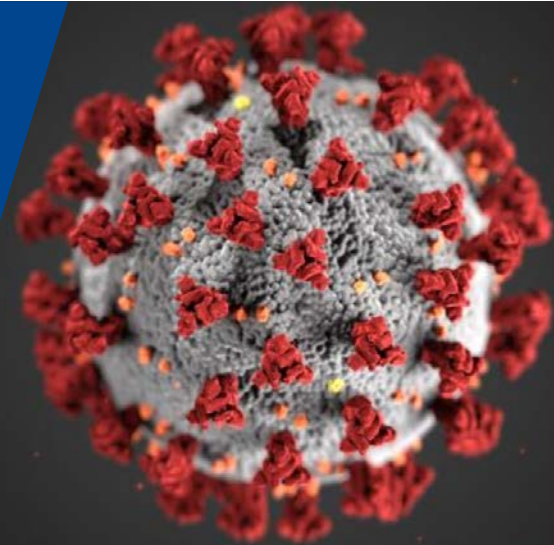


KIEL POLICY BRIEF

Stefan Kooths und Gabriel Felbermayr

Stabilitätspolitik in der Corona-Krise



Nr. 138 April 2020

- Die Corona-Pandemie bewirkt einen globalen Interaktionsschock, der die Weltwirtschaft unter massiven Stress setzt. Stabilisierungspolitische Maßnahmen begründen sich unmittelbar aus den Folgen der Seuchenpolitik.
- Der amtlich verfügte Stillstand lähmt die ökonomische Aktivität auch über eine drastisch erhöhte (Politik-) Unsicherheit. Breitentests zur Abschätzung des Epidemieverlaufs dämmen Unsicherheit ein und wirken daher unmittelbar stabilisierend.
- In Zeiten hoher Konjunkturunsicherheit kommt es in besonderem Maße auf zielgenaue, selbst-dosierende und reaktionsschnelle Instrumente an. Dabei korrespondiert das Ausmaß des Problems nicht automatisch mit der Ebene des staatlichen Handelns.
- Ohne einen branchenübergreifenden Lastenausgleich drohen Liquiditätshilfen zum Teil ins Leere zu laufen. Konjunkturprogramme zur allgemeinen Nachfragebelebung sind demgegenüber für den Restart nach dem Shutdown nicht das Mittel der Wahl.
- Konjunkturpolitisch besteht im Euroraum – über die Absicherung des Bankensektors hinaus – kein Koordinationsproblem. Steigende Risikoprämien auf Staatsanleihen sind per se kein dysfunktionales Marktsignal und verhindern nicht das Handeln solventer Staaten. Die Gemeinschaftshaftung zur Abwehr von akuten Staatsschuldenkrisen stellt in einem Szenario multipler Gleichgewichte eine Randlösung dar.
- Trotz akutem Handlungsdruck sollten auch in Zeiten der Krise Langfristeffekte mitbedacht werden. Die Corona-Krise legt Stabilitätsdefekte im Euroraum offen, die bereits vorher bestanden. Der Geldpolitik kommt während einer Pandemie nur eine eng umrissene Aufgabe zu.

ÜBERBLICK/OVERVIEW

- Die Corona-Pandemie bewirkt einen globalen Interaktionsschock, der die Weltwirtschaft unter massiven Stress setzt. Stabilisierungspolitische Maßnahmen begründen sich unmittelbar aus den Folgen der Seuchenpolitik.
- Der amtlich verfügte Stillstand lähmt die ökonomische Aktivität auch über eine drastisch erhöhte (Politik-) Unsicherheit. Breitentests zur Abschätzung des Epidemieverlaufs dämpfen Unsicherheit ein und wirken daher unmittelbar stabilisierend.
- In Zeiten hoher Konjunkturunsicherheit kommt es in besonderem Maße auf zielgenaue, selbstdosierende und reaktionsschnelle Instrumente an. Dabei korrespondiert das Ausmaß des Problems nicht automatisch mit der Ebene des staatlichen Handelns.
- Ohne einen branchenübergreifenden Lastenausgleich drohen Liquiditätshilfen zum Teil ins Leere zu laufen. Konjunkturprogramme zur allgemeinen Nachfragebelebung sind demgegenüber für den Restart nach dem Shutdown nicht das Mittel der Wahl.
- Konjunkturpolitisch besteht im Euroraum – über die Absicherung des Bankensektors hinaus – kein Koordinationsproblem. Steigende Risikoprämien auf Staatsanleihen sind per se kein dysfunktionales Marktsignal und verhindern nicht das Handeln solventer Staaten. Die Gemeinschaftshaftung zur Abwehr von akuten Staatsschuldenkrisen stellt in einem Szenario multipler Gleichgewichte eine Randlösung dar.
- Trotz akutem Handlungsdruck sollten auch in Zeiten der Krise Langfristeffekte mitbedacht werden. Die Corona-Krise legt Stabilitätsdefekte im Euroraum offen, die bereits vorher bestanden. Der Geldpolitik kommt während einer Pandemie nur eine eng umrissene Aufgabe zu.

Schlüsselwörter: Konjunkturpolitik, Corona-Krise, Fiskalpolitik, Europäische Integration

- The Corona pandemic shocks economic interactions globally, putting the world economy under massive stress. Stabilization policies are a corollary to anti-epidemic measures with cross-industry burden sharing and protection of production structures going hand in hand.
- Governmental interventions are hard to forecast and thus create extra entrepreneurial risks that amplify economic losses beyond the direct impact of the shutdown on economic activity. Frequent representative tests for better assessing infection and mortality rates would significantly reduce policy uncertainty and are thus a root-cause instrument of stabilization policies.

- While economic uncertainty remains high, policy instruments shall be particularly targeted, timely, and autoresponsive. In line with the principle of subsidiarity the magnitude of the crisis does not necessarily imply policy actions at the highest (inter-) governmental level.
- Liquidity support to the corporate sector is crucial but not sufficient. Without a burden-sharing scheme even extensive credit guarantee programs might fail. Demand-side-oriented stimulus packages, however, will hardly address the key problems to support the restart of economic activity after the shutdown.
- As long as there is safety net for the banking sector, the euro area does not face a coordination problem in terms of stabilization policies. Increasing risk premia reflect that sovereign solvency of EU member states is suffering from the crisis. Higher risk premia do not prevent necessary fiscal operations of solvent countries. To prevent risk premia from sky-rocketing (and thereby creating bad self-fulfilling equilibria) a European risk-sharing mechanism may be envisaged that puts a cap on risk premia of individual countries during the Corona crisis.
- Despite the urgent call for action in times of crisis, long-term aspects of institutional reforms must not be neglected. The Corona crisis shows fragilities in the euro area that have been existent before. The nonfinancial root cause of the current crisis limits the extent of ECB interventions in line with its strict monetary mandate.

Keywords: Stabilization policies, corona crisis, fiscal policy, European policy coordination

Stefan Kooths

Institut für Weltwirtschaft

Kiellinie 66

24105 Kiel

Tel.: +49 431 8814 597

E-Mail: stefan.kooths@ifw-kiel.de



Gabriel Felbermayr

Institut für Weltwirtschaft

Kiellinie 66

24105 Kiel

Tel.: +49 431 8814 236

E-Mail: gabriel.felbermayr@ifw-kiel.de



STABILITÄTSPOLITIK IN DER CORONA-KRISE

Stefan Kooths und Gabriel Felbermayr

1 KONJUNKTURELLE KRISENDIAGNOSE UND WIRTSCHAFTSPOLITISCHE IMPLIKATIONEN

Die Corona-Pandemie bewirkt einen globalen Interaktionsschock, der die Weltwirtschaft unter massiven Stress setzt

Um die Ausbreitung des Virus einzudämmen, setzen Regierungen derzeit weltweit auf soziale Distanzierung (Shutdown). Damit wird zwangsläufig auch wirtschaftliche Aktivität in großem Stil unterdrückt. Die für gesamtwirtschaftliche Störungen übliche Unterscheidung in Angebots- und Nachfrageschocks ist für die Analyse wenig nützlich, weil es nicht darauf ankommt, ob eine Transaktion im Zuge der gesundheitspolitischen Maßnahmen durch Behinderung der Angebots- oder Nachfrageseite unterbunden wird. Vielmehr handelt es sich um einen globalen interventionsbedingten Schock, der ökonomische Interaktion aus gesundheitspolitischen Gründen unterbricht. Dieser Schock trifft die meisten Länder weitgehend symmetrisch über einen massiven Stillstand des öffentlichen Lebens. Die Eingriffe erfolgen nahezu synchron, wobei der zeitliche Versatz nur wenige Wochen beträgt (Asien, Europa, Amerika).

Stabilisierungspolitische Maßnahmen begründen sich unmittelbar aus den Folgen der Seuchenpolitik

Mit der Seuchenbekämpfung stellt der Staat ein Kollektivgut bereit, an dessen Finanzierung grundsätzlich alle Steuerzahler nach den auch sonst üblichen verteilungspolitischen Grundsätzen beteiligt werden sollten. Daraus leiten sich Hilfsprogramme für Unternehmen und ihre Erwerbstätigen ab, die durch die staatlichen Maßnahmen stärker als andere in Mitleidenschaft geraten. Darüber hinaus gilt es, eine Insolvenzwelle unter solchen Unternehmen zu vermeiden, deren Geschäftsmodelle für die Zeit nach der Corona-Pandemie als tragfähig gelten können (Schutz der Produktionsstrukturen). Auch dies ist im allgemeinen Interesse, weil es die gesamtwirtschaftlichen Kosten der Krise eindämmt. Eine faire Verteilung der interventionsbedingten Lasten und eine Begrenzung des ökonomischen Schadens sind daher die beiden entscheidenden Kriterien für das wirtschaftspolitische Handeln.

Der amtlich verfügte Stillstand lähmt die ökonomische Aktivität auch über eine drastisch erhöhte (Politik-)Unsicherheit

Unsicherheit ist in der Corona-Krise ein erhebliches ökonomisches Problem, weil der Verlauf der Pandemie schwer zu prognostizieren ist und daher Dauer und Umfang der Abwehrmaßnahmen unklar bleiben. Hierbei spielen die Höhe und der Verlauf der Infektionsrate eine bedeutende Rolle. Je weniger sicher man den Anteil der infizierten Menschen in der

Bevölkerung kennt, desto umfangreicher müssen vorbeugende Maßnahmen ausfallen, um das Risiko eines überlasteten Gesundheitswesens einzudämmen. Damit steigen die Kosten durch entgangene Produktionstätigkeit. Zudem wird den Unternehmen das Planen ihrer Betriebsprozesse erschwert, was die Wirtschaftsleistung zusätzlich belastet. Zudem führt hohe Unsicherheit über die Dynamik der Pandemie dazu, dass der Exit aus der gegenwärtigen Shutdown-Strategie tendenziell zu weit in die Zukunft verschoben werden muss.

Breitentests zur Abschätzung des Epidemieverlaufs dämpfen Unsicherheit ein und wirken daher unmittelbar stabilisierend

Je schneller erkennbar wird, wie lange die gegenwärtigen Notmaßnahmen noch aufrechterhalten werden müssen, desto leichter wird es Unternehmen und Banken fallen, adäquate Überbrückungspläne zu entwickeln und auch staatliche Unterstützungen sachgerecht abzurufen. Daher zählt in einer Epidemie, die mit drastischen seuchenpolitischen Eingriffen einhergeht, auch die zuverlässige Information der Öffentlichkeit über den Infektionsverlauf zu den Instrumenten der Stabilitätspolitik, die die Erwartungsbildung der Marktakteure unterstützt. Hierzu bedarf es repräsentativer Breitentests in kurzen Zeitabständen, um sowohl die Ausbreitung des Virus als auch Morbiditätsraten ableiten zu können, die für eine verantwortungsvolle Risikoabwägung und den sich daraus ableitenden Abwehrmaßnahmen unerlässlich sind.

In Zeiten hoher Konjunkturunsicherheit kommt es in besonderem Maße auf zielgenaue, selbstdosierende und reaktionsschnelle Instrumente an

Weil sowohl Ausmaß als auch Dauer der seuchenpolitischen Maßnahmen unklar sind, unterliegen auch die wirtschaftlichen Folgen großer Unsicherheit. Je unübersichtlicher der kurzfristige Konjunkturverlauf und je größer das Spektrum plausibler Szenarien, desto weniger geeignet sind diskretionäre stabilisierungspolitische Maßnahmen. In einer solchen Situation ist es besonders unklar, welche Bereiche im Wirtschaftssystem unter Stress geraten und wie hoch der staatliche Mitteleinsatz ausfallen muss, um die gewünschte Wirkung zu entfalten. Zudem gehen diskretionäre Einzelmaßnahmen typischerweise mit Erkenntnis- und Umsetzungsverzögerungen einher, die ein zeitnahes Eindämmen von Fehlentwicklungen erschweren. In Krisenzeiten ist der Zeitfaktor aber von herausgehobener Bedeutung, um Stabilitätsgefahren abzuwehren. Die stabilisierungspolitischen Instrumente müssen vielmehr so ausgestaltet sein, dass sie automatisch dort anspringen, wo sich die größten Handlungsbedarfe auftun. Dies gelingt, indem nur die Bedingungen formuliert werden, unter denen sie auf dezentraler Ebene in Anspruch genommen werden können, der Umfang, in dem dies geschieht, aber den einzelwirtschaftlichen Akteuren überlassen bleibt. Auf diese Weise kann das bei stabilisierungspolitischen Eingriffen grundsätzlich immer bestehende staatliche Informationsproblem entschärft werden. Hierbei kommt es darauf an, dass die Anspruchsbedingungen den privaten Akteuren adäquate Anreize setzen, damit die einzelwirtschaftlichen Entscheidungen im Einklang mit der angestrebten gesamtwirtschaftlichen Wirkung stehen und es daher weder zu einer gravierenden Unter- noch zu einer Überdosierung oder zu teuren Mitnahmeeffekten kommt.

Das Ausmaß eines Problems korrespondiert nicht automatisch mit der Ebene staatlichen Handelns

Maßgeblich für die vertikale Kompetenzverteilung im staatlichen und suprastaatlichen Gefüge ist, ob die jeweilige Handlungsebene (1) über wirksame Instrumente verfügt, (2) Zugang zu notwendigen Informationen hat und (3) den richtigen Anreizen ausgesetzt ist. (1) und (2) begründen die Handlungsfähigkeit, (3) sichert die unverzerrte Ausrichtung des Handelns. Dem Subsidiaritätsprinzip zufolge ist die jeweils höhere staatliche Ebene für ein Tätigwerden begründungspflichtig. Dabei lässt sich von der Tragweite eines ökonomischen Problems nicht auf die adäquate staatliche Handlungsebene schließen – etwa dergestalt, dass ein Problem auf umso höherer Ebene adressiert werden sollte, je gewichtiger es ist. Im europäischen Kontext kommt hinzu, dass fiskalisches Handeln über den EU-Haushalt hinaus jeweils durch die nationalen Parlamente legitimiert werden muss.

2 STABILITÄTSPOLITIK IN DEUTSCHLAND

Ohne einen branchenübergreifenden Lastenausgleich drohen Kredithilfen ins Leere zu laufen

Während die Seuchenbekämpfung der Allgemeinheit dient, fallen die Kosten in Form von Umsatzausfällen sehr disparat aus. Die Wirtschaftspolitik hat mit ihren Sofortmaßnahmen angesichts des akuten Zeitdrucks richtig reagiert, um einen Teil dieser Kosten aufzufangen. Hierzu zählen der erleichterte Zugang zum Kurzarbeitergeld und Zuschüsse für Solo- und Kleinstunternehmer. Darüber hinaus sollen umfangreiche Kreditgarantien dafür sorgen, dass die Liquidität der Unternehmen nicht austrocknet. Auch das war eine richtige Maßnahme, um tragfähige Geschäftsmodelle zu erhalten. Allerdings operieren alle Unternehmen, die diese Liquiditätshilfen in Anspruch nehmen, weiterhin auf eigenes Risiko. Zwar bleiben sie zunächst liquide, gleichzeitig steigt aber ihre Verschuldung zu Lasten des Eigenkapitals. Damit bleiben sie angesichts des ungewissen Fortgangs der Seuchenpolitik Geschäftsrisiken ausgesetzt, die sie nicht beherrschen können. Helfen kann in einer solchen Situation ein Lastenausgleich, der frühzeitig angekündigt und zum Ende der akuten Notlage abgerechnet wird. Diejenigen, die ihre Unternehmen fortführen und dazu Hilfskredite aufnehmen, müssen wissen, dass sie nicht mit den Lasten allein gelassen werden. Hierzu könnte der Staat die branchendurchschnittlichen Einkommensausfälle (Betriebsüberschuss bzw. Selbständigeneinkommen) im Vergleich zum Vorkrisenjahr 2019 zu einem noch festzulegenden Anteil ausgleichen. Bereits erhaltene Corona-bezogene Zuschüsse werden dabei angerechnet. Der Branchendurchschnitt als Anker soll individuelle Leistungsanreize erhalten. Staatlich alimentierte Corona-Ferien darf es nicht geben. Es geht auch nicht darum, jedes Unternehmen vor der Insolvenz zu bewahren, denn ohne die Corona-Pandemie wäre es ebenfalls zu Pleiten gekommen. Daher ist es wichtig, dass die öffentliche Hand nur anteilig für die Krisenkredite bürgt. Indem so ein Teil des Risikos bei den privaten Kreditgebern verbleibt, haben diese weiterhin einen Anreiz, ernsthafte Bonitätsprüfungen durchzuführen. Diese würden aber unter einem Lastenausgleichsmechanismus unter anderen Rahmenbedingungen erfolgen und nur noch das individuelle Ausfallrisiko in

den Blick nehmen und nicht mehr die Unsicherheit, die von der Corona-Pandemie und der staatlichen Seuchenpolitik ausgeht. Ein so gestalteter Lastenausgleichsmechanismus lässt die öffentliche Verschuldung zusätzlich zu den bereits beschlossenen Maßnahmen nochmals deutlich steigen. In den Folgejahren muss dieser Schuldenbuckel zurückgeführt werden. Hierbei kämen aber die im allgemeinen Steuerrecht vorgesehenen Prinzipien zur Geltung, insbesondere das Prinzip, dass die Steuerzahler nach ihrer Leistungsfähigkeit für die Kosten der Corona-Pandemie herangezogen werden und nicht – wie im Status quo – nach der zufälligen Betroffenheit. Diese Gewissheit wird Unternehmer vermehrt zum Durchhalten motivieren und bereits heute für die Zeit nach der Krise disponieren lassen.

Konjunkturprogramme zur allgemeinen Nachfragebelebung sind für den Restart nach dem Shutdown nicht das Mittel der Wahl

Herkömmliche Konjunkturprogramme (Direktzahlungen für mehr Massenkaufkraft, Vorziehen staatlicher Investitionen) adressieren nicht die Kernprobleme der wirtschaftlichen Entwicklung nach dem Shutdown. Auch ihre Ankündigung wird kaum den gewünschten Stabilisierungseffekt erzielen. Zum einen dürften sich die stark betroffenen konsumnahen Wirtschaftsbereiche schnell erholen, sobald die Maßnahmen zur sozialen Distanzierung aufgehoben sind. Denn während des Shutdown fließt den privaten Haushalten weiterhin Kaufkraft zu, von der sie einen Teil nicht ausgeben können, obwohl sie das möchten. Im Durchschnitt schwillt die private Sparquote während des Shutdown kräftig an. Diese zurückgestaute Kaufkraft wird sich auch ohne staatliche Anreize in Konsumnachfrage entladen, sobald die Verhältnisse dies erlauben. Zum anderen kann der Staat weder unterbrochene Lieferketten in Gang setzen noch das nur verzögert anspringende Auslandsgeschäft sinnvoll kompensieren. Gerade weil die Branchen ganz unterschiedlich von der Krise betroffen sind, sollte die Wirtschaftspolitik für die Zeit des Restart weiterhin auf selbstdosierende, zielgenaue und reaktionsschnelle Instrumente setzen. Konjunkturprogramme zur Nachfragestimulierung werden dem nicht gerecht. Auch steigt damit die Gefahr, dass sich bestimmte Gruppen mit ihren Interessen durchsetzen, weil sie besser organisiert sind und nicht, weil sie stärker betroffen sind. Die Unsicherheit, die weite Teile der durch die Corona-Krise betroffenen Wirtschaft erfasst und auch nach dem Shutdown noch für einige Zeit fortbesteht, lässt sich besser durch den vorgeschlagenen Lastenausgleichsmechanismus begegnen. Dies gilt insbesondere für viele mittelständische Betriebe, für die besonders unklar bliebe, inwiefern ein Konjunkturprogramm überhaupt bei ihnen ankäme.

Die grundlegenden Rahmenbedingungen für das Wirtschaften sollten in der Krise nicht in Frage gestellt werden

Die bewährten Institutionen und grundlegenden Regeln der deutschen Wirtschaftspolitik (Wettbewerbsordnung, Prinzip der offenen Märkte, Insolvenzrecht, zurückhaltende Industriepolitik), die Deutschland zu einer der wohlhabendsten Volkswirtschaften gemacht haben, sollten nicht leichtfertig aus kurzfristigem krisenpolitischem Kalkül ohne tiefgreifende Analyse und demokratische Debatte aufgegeben werden. Gerade in der Krise kommt es auf funktionsfähige Marktmechanismen und entsprechende Preissignale an. Zu den Erfolgsfaktoren der Wirtschaftspolitik gehört ihre Berechenbarkeit, die wiederum Verlässlichkeit bei langfristigen

Weichenstellungen erfordert. So hat sich Deutschland für den Einstieg in einen ambitionierten Dekarbonisierungsprozess entschieden. Die Krise gibt mit Blick auf das damit verfolgte Ziel keinen Anlass, diese Weichenstellung in Frage zu stellen. Insbesondere das Instrument der Bepreisung von CO₂-Emissionen ist richtig und sollte konsequent zum Einsatz kommen. Denn es erlaubt, das Emissionsziel zu möglichst niedrigen gesamtwirtschaftlichen Kosten zu erreichen, weil es den Akteuren maximalen Spielraum für Anpassungsstrategien belässt. Gerade in schwierigen Zeiten benötigen Unternehmen, Banken und Verbraucher eine klare Orientierung. Weil nur zukunftsfähige Unternehmen staatliche Hilfen erhalten sollen, sind glaubwürdige Richtlinien für die zukünftige Ausrichtung der Wirtschaftspolitik von großer Bedeutung. Sonst ist eine Prüfung der Zukunftsfähigkeit kaum möglich.

3 EUROPÄISCHE ASPEKTE DER STABILITÄTSPOLITIK

Im EU-Kontext geht es neben stabilisierungspolitischer Handlungskoordination (Mittelauswahl und -dosierung) auch um die fiskalische Handlungsfähigkeit (Mittelverfügbarkeit) einzelner Mitgliedsländer

Politische Koordinierung ist immer dann erforderlich, wenn Eigen- und Kollektivinteresse auseinanderfallen. In diesem Falle verhindern ausgeprägte marginale externe Effekte die optimale Dosierung des wirtschaftspolitischen Mitteleinsatzes.¹ Davon zu unterscheiden ist eine beschränkte fiskalische Handlungsfähigkeit einzelner Mitgliedsländer, die dann eintreten kann, wenn das Vertrauen in die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen erodiert und die Mittelaufnahme am Kapitalmarkt nur noch zu sehr hohen Risikoprämien möglich ist. In diesem Falle ginge die mangelnde Dosierung des Mitteleinsatzes nicht auf Fehlanreize, sondern auf eine mangelnde Mittelverfügbarkeit zurück.

Konjunkturpolitisch besteht – über die Absicherung des Bankensektors hinaus – grundsätzlich kein Koordinationsproblem

In jedem Mitgliedsland besteht nicht nur ein sehr starkes Interesse, die Epidemie und ihre ökonomischen Folgen im eigenen Land abzufedern, sondern die Wirkung der verschiedenen Maßnahmen kommt auch unmittelbar den Akteuren in den jeweiligen Ländern zugute. Es gibt zwar erhebliche externe Effekte (sowohl seuchen- wie stabilitätspolitisch), diese sind aber ganz überwiegend inframarginaler Natur. Es treten deshalb grundsätzlich keine nennenswerten Freerider-Probleme auf, die eine Unterdosierung wirksamer Instrumente nahelegen würden. Ein einheitliches Vorgehen in allen Mitgliedsländern ist auch deshalb nicht ratsam, weil adäquate Maßnahmen zur Abfederung der Krise auf die jeweiligen institutionellen Gegebenheiten in den verschiedenen Ländern abgestimmt sein müssen. Der Aufbau von parallelen Hilfsprogrammen auf EU-Ebene bietet daher keine operativen Vorteile, sondern macht das Förderinstrumentarium unübersichtlicher. Darüber hinaus bietet Diversität in der konkreten Umsetzung Raum für alternative Ansätze, die angesichts der Schwierigkeiten, Politikziele in

¹ Zur Begründung makroökonomischer Politikkoordinierung auf EU-Ebene vgl. Boysen-Hogrefe et al. (2015: 10 ff.) und Gern et al. (2015).

konkrete Maßnahmen umzusetzen, wertvolle Anregungen geben. Zudem können unterschiedliche Vorgehensweisen im Zuge einer späteren Evaluierung nützlich sein. Gegen ein supranationales Agieren spricht auch, dass die Corona-Pandemie die europäischen Länder nahezu zeitgleich erfasst und sich die Abwehrmaßnahmen (soziale Distanzierung) ähnlich auf die ökonomische Aktivität auswirken. Daher bringt ein gemeinsames Handeln auf EU- oder EWU-Ebene keine Vorteile, wie sie bei einem asymmetrischen Schock geltend gemacht werden könnten. Erhebliche Spillovers drohen allerdings, wenn das Bankensystem in einem Mitgliedsland notleidend wird. Dies würde nicht nur in dem betroffenen Land selbst die Lage erheblich verschärfen, sondern über finanzkrisenhafte Ansteckungseffekte auch auf andere Länder ausgreifen (Agénor und Pereira da Silva 2018; Covi et al. 2019). Denn in einem kreditgedeckten Geldsystem bedrohen Kreditausfälle, die eine Bank nicht über ihr Eigenkapital abfedern kann, immer auch die Einlagen im Passivgeschäft, wodurch im Zuge der Krise die Liquidität im gesamten Wirtschaftssystem drastisch schwinden kann. Dies spricht dafür, systemrelevante Banken supranational über den ESM abzusichern. Da der Anteil von heimischen Staatsanleihen in den Bilanzen der Banken einiger Länder immer noch hoch ist, kann eine Staatsschuldenkrise auch die Banken in den betroffenen Ländern unter Druck setzen. In diesem Fall ist aber ein gezielter Mitteleinsatz im Bankensektor – etwa über eine temporäre Überführung notleidender Banken in E(W)U-Eigentum – zweckmäßiger als das Absichern der Banken durch ein Rettungsnetz für die staatlichen Schuldner, die sämtliche Gläubiger von Ausfällen absichern würde. Je nach Tiefe und Dauer der Krise kann auch dieser auf die finanzwirtschaftlichen Lebensadern des Euroraums fokussierte Mitteleinsatz beträchtlich sein.

Steigende Risikoprämien auf Staatsanleihen sind per se kein dysfunktionales Marktsignal und verhindern nicht das Handeln solventer Staaten

Die Corona-Krise wird die öffentliche Verschuldung in praktisch allen Ländern stark anschwellen lassen. Mit zunehmender Dauer des Shutdown gerät auch das Produktionspotenzial in Mitleidenschaft. Insgesamt sinkt damit die fiskalische Solvenz und die Akteure an den Kapitalmärkten können sich begründet fragen, ob die Halter von Staatsanleihen die einzigen sein werden, die ungeschoren durch die Krise kommen. Länder, die bereits zuvor hohe Staatsschuldenstände aufwiesen, stoßen naturgemäß schneller an die Grenze, ab der das Vertrauen der Anleger in die reguläre Bedienung der Staatsschuld bröckelt. Dieser Vertrauensverlust spiegelt sich in steigenden Risikoprämien auf Staatsanleihen. Darin kommt zum Ausdruck, dass auch der staatliche Mitteleinsatz nicht unbegrenzt erfolgen kann, sondern einer intertemporalen Budgetbeschränkung unterliegt. Sollte die Krise im Wesentlichen im Laufe eines Jahres ausgestanden sein, sind auch zwischenzeitlich deutlich höhere Risikoprämien fiskalisch verkraftbar, weil in diesem Zeitraum neben neuen Defiziten nur ein kleiner Teil der ausstehenden Staatsschuld refinanziert werden muss. Die zwischenzeitlich höheren Risikoprämien sind damit ihrerseits kein maßgeblicher Faktor, der die fiskalische Handlungsfähigkeit der Staaten einschränkt. Hierzu käme es erst, wenn auch nach Überwindung der Krise das Vertrauen in die Stabilität der Staatsfinanzen nicht zurückkehrt. In einem solchen Fall wäre eine Restrukturierung der ausstehenden Staatsschuld notwendig. Ob es dazu kommt, ist je nach Land unterschiedlich wahrscheinlich und das damit verbundene Risiko wird in Form von Zinsaufschlägen am Markt eingepreist.

Die Gemeinschaftshaftung zur Abwehr von akuten Staatsschuldenkrisen stellt in einem Szenario multipler Gleichgewichte eine Randlösung dar

Risikoprämien spiegeln die Erwartung der Anleger über die Ausfallwahrscheinlichkeit von Anleihen. Im Falle von Staatsanleihen ist neben der Fähigkeit auch der politische Wille maßgeblich, das Steuersubstrat eines Landes für den Schuldendienst einzusetzen. Insbesondere die politische Komponente ist hochspekulativ. Es ist denkbar, dass ein allgemeiner Vertrauensverlust einsetzt, der zu so hohen Risikoprämien führt, dass ein Staat nur aufgrund der deutlich höheren Refinanzierungskosten den Schuldendienst beschränkt, den er andernfalls geleistet hätte (Theorie der multiplen Gleichgewichte).² Einer solchen Entwicklung kann vorgebeugt werden, indem solventere Länder in die Haftung von Staatsschulden fiskalisch fragilerer Länder eintreten. Gilt vor allem der Neuverschuldungsschub im Zuge der Corona-Krise als möglicher Auslöser für die Erosion des Vertrauens in die Stabilität der Staatsfinanzen, so würde es für die Refinanzierungskosten eines fiskalisch gestressten Landes bereits ausreichen, die Haftungsübernahme auf die Neuverschuldung für die Dauer der Krise zu beschränken. Eine solche Vergemeinschaftung der Neuverschuldung (Eurobonds) würde die Risikoprämien jedoch maximal reduzieren und nicht nur in einem solchen Ausmaß, das die fiskalische Leistungsfähigkeit wahrt. Dies müsste dann mit anderen als rein stabilisierungspolitischen Motiven begründet werden, etwa im Sinne eines Aktes europäischer Solidarität. Will man sich im Euroraum (oder in der Europäischen Union insgesamt) für die Zeit der Coronapandemie vor einer Staatsschuldenkrise wappnen, so wäre ein Mechanismus ausreichend, der für die Mitgliedsländer die Risikoprämien deckelt (z.B. bei 500 Basispunkten). Dies belässt den Anreiz bei allen Mitgliedsländern, eine Wirtschafts- und Finanzpolitik zu betreiben, die den Zugang zur Marktfinanzierung zu niedrigeren Risikoprämien belässt, verhindert aber zugleich, dass Länder aus einer sich selbst erfüllenden Dynamik heraus während der Krise den Zugang zum Kapitalmarkt verlieren. Sie bleiben somit weiterhin in der Lage, seuchen- und stabilisierungspolitisch ihren Mitteleinsatz adäquat zu dosieren, was auch im Gemeinschaftsinteresse liegt.

Trotz akutem Handlungsdruck sollten auch in Zeiten der Krise Langfristeffekte mitbedacht werden

In Zeiten der Krise verengt sich das Handeln typischerweise auf das Hier und Jetzt. Da viele Maßnahmen – etwa das Aufspannen von staatlichen Schutzschirmen – zeitkritisch sind, ist ein rasches Handeln oftmals unerlässlich. Allerdings sollten dabei keine institutionellen Veränderungen vorgenommen werden, die ohne einen akuten Handlungsdruck nicht zustande kämen. Dies gilt insbesondere für die Vergemeinschaftung von fiskalischen Haftungsrisiken im Euroraum. Stabile Staatsfinanzen, die in Zeiten der Krise einen weiten Verschuldungsspielraum bieten, wirken makroökonomisch wie eine Versicherung. Länder mit einer entsprechend ausgerichteten Haushaltspolitik, haben diese Versicherung abgeschlossen. Länder, deren Schuldentragfähigkeit nur außerhalb von makroökonomischen Krisen weitgehend außer Zweifel steht, verzichten darauf – und sehen sich dann in Krisenphasen höheren Risikoauf-

² Zur Theorie multipler Staatsschuldengleichgewichte siehe Calvo (1988). Die empirische Identifikation „guter“ und „schlechter“ Gleichgewichte ist allerdings schwierig (Persson 2016).

schlägen gegenüber. Zwar ist jede Krise für sich genommen „einmalig“, Krisen als solche kommen aber immer wieder vor. Daher wäre es auf Dauer wenig glaubwürdig, wenn zwar im Grundsatz der gegenseitige Haftungsausschluss gelten soll, in jeder Krise aber unter Hinweis auf die Einmaligkeit des jeweiligen Ereignisses davon in erheblichem Maße abgewichen wird. Im Ergebnis führte dies dazu, dass Anreize zur Haushaltskonsolidierung in allen Mitgliedsländern schwinden, wodurch der Euroraum insgesamt krisenanfälliger würde. Bei zukünftigen Krisen wäre dann die Neigung noch ausgeprägter, Krisen aller Art mit Mitteln der Geldpolitik zu begegnen, was mit einem Hartwährungsregime nicht vereinbar wäre, das rationales wirtschaftliches Handeln dadurch unterstützt, dass sich relevante Knappheiten in funktionsfähige Preissignale und harte Budgetrestriktionen übersetzen.

Die Corona-Krise legt Stabilitätsdefekte im Euroraum offen, die bereits vorher bestanden haben

Zwar trifft die Pandemie die verschiedenen Euroraum-Länder in ähnlicher Weise, sie sind aber unterschiedlich gut auf eine solche Krise vorbereitet. Dies gilt neben den Gesundheitssystemen insbesondere für ihre fiskalische Solidität. Die Gefahr von Staatsschuldenkrisen rührt nicht ursächlich her von den nun im Raume stehenden neuen Schulden, sondern von den in den betroffenen Ländern immer noch sehr hohen Altschulden. Gemäß dem im Jahr 2011 beschlossenen und 2012 ratifizierten Fiskalpakt hätten alle Länder ihre über den Referenzwert von 60 Prozent des Bruttoinlandsproduktes hinausgehenden Bruttoschulden in jedem Jahr mindestens um ein Zwanzigstel abbauen sollen.³ Dieses Ziel ist trotz äußerst günstiger Finanzierungsbedingungen in Ländern wie Italien, Spanien oder Portugal nicht erreicht worden, die dieser Regel zufolge vor der Corona-Krise Staatsschuldenrelationen von 106 Prozent, 78 Prozent und 108 Prozent hätten aufweisen sollen (statt der zuletzt gemeldeten Werte von 137 Prozent, 98 Prozent und 120 Prozent). Zudem steht ein Insolvenzmechanismus für Staaten innerhalb des Euroraums auch zehn Jahre nach der europäischen Schuldenkrise immer noch aus.⁴ Schließlich gelten Staatsanleihen weiterhin als risikofreie Aktiva, für die Banken weder Eigenkapital hinterlegen müssen noch bei der Staatsfinanzierung einer Großkreditbeschränkung unterliegen für die Abwehr von Klumpenrisiken. In der akuten Krise müssen die Prioritäten des staatlichen Handelns zwar auf die unmittelbare Gefahrenabwehr gerichtet sein. Die aktuelle Krise mahnt aber einmal mehr, die Stabilitätsarchitektur des Euroraums zu stärken, um für die nächste Krise besser vorbereitet zu sein. Sofortmaßnahmen, die diesem Ziel auf Dauer entgegenstehen, sollten deshalb nicht in Betracht kommen. In dem Maße, wie hohe Staatsschuldenstände in einzelnen Ländern als *legacy problem* einem gemeinsamen stabilitätsorientierten Regelwerk entgegenstehen, könnten zwischenstaatliche Vermögenstransfers oder Schuldenschnitte zukünftig einen Ausweg bieten. Es ist aber ratsam, solche weitreichenden Maßnahmen zeitlich nachgelagert zu behandeln und sie nicht mit der akuten Stabilisierungsaufgabe in der Corona-Krise zu verknüpfen.

³ Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion (SKS-Vertrag), Artikel 4.

⁴ Zur Bedeutung eines Staatsinsolvenzmechanismus für eine stabile Finanzarchitektur im Euroraum vgl. Snower et al. (2013).

Der Geldpolitik kommt während einer Pandemie nur eine eng umrissene Aufgabe zu

Für das Ziel der Umverteilung der mit den Anti-Corona-Maßnahmen verbundenen Lasten ist die Geldpolitik ungeeignet, weil ihre Instrumente die verteilungsrelevanten Kriterien nicht berücksichtigen können und in ihrer Wirkung auch kaum bestimmbar sind. Sie würde zudem ihre institutionelle Unabhängigkeit gefährden, wenn über die Notenbanken gezielt zugunsten bestimmter Akteure interveniert würde. Für diese genuin fiskalische Aufgabe, über deren Umfang und Ausgestaltung parlamentarisch entschieden werden muss, haben die Zentralbanken im Euroraum ausdrücklich kein Mandat. Das Ziel der Schadensbegrenzung kann das Eurosystem dadurch unterstützen, dass sie die Liquiditätsversorgung für solvente Banken sicherstellt. Käme es aufgrund einer Vertrauenskrise zum Run auf eine Geschäftsbank und drohte dieser die Illiquidität, so kann das Eurosystem zusätzliche Liquidität gegen Gebühr bereitstellen, sofern die Solvenz der betreffenden Bank gegeben ist. Falls nicht, wäre die Bank (nach Durchlaufen der Haftungskaskade) über den ESM zu rekapitalisieren. Die Liquiditätsversorgung insgesamt ist im Euroraum kein Engpass. So betragen die Überschussreserven der Geschäftsbanken derzeit mehr als 1 700 Mrd. Euro, was mehr als der Hälfte der monetären Basis entspricht. Zudem liegt der Zinssatz für Zentralbankguthaben bereits im negativen Bereich. Dieses Instrument verteuert die Liquiditätshaltung von Geschäftsbanken und ihren Unternehmenskunden. Ein weiteres Absenken wäre demnach stabilisierungspolitisch kontraproduktiv, vielmehr sollte die Politik negativer Einlagenzinsen beendet werden. Die Intervention zugunsten der Staatsanleihen einzelner Länder mit dem Ziel, steigende Risikoprämien einzudämmen, ist geldpolitisch nicht zu rechtfertigen. Die Corona-Krise führt zu erhöhter Unsicherheit, auch mit Blick auf die fiskalische Solvenz einzelner Staaten. Kauft das Eurosystem dieses Risiko aus dem Markt heraus, wird dadurch die wirtschaftliche Unsicherheit nicht kleiner, sondern nur anders verteilt. De facto liefe dies auf eine implizite Gemeinschaftshaftung für Staatsschulden hinaus. Problematisch sind Interventionen in bestimmten Anlageklassen auch deshalb, weil sie die Renditestruktur zwischen verschiedenen Anlagen beeinflussen, was wiederum dem ursprünglichen Ziel der gesamtwirtschaftlichen Schadensbegrenzung zuwiderlaufen kann. Stellt etwa das Eurosystem durch Staatsanleihekäufe diese weitgehend vom Risiko frei, so wird der Zugang zu Finanzierungsmitteln für andere Akteure umso teurer, die dieses Privileg nicht genießen.

4 FAZIT

Stabilitätsprogramme zur Krisenüberbrückung sind eine fiskalische Aufgabe, wobei Lastenausgleich und gesamtwirtschaftliche Schadensbegrenzung Hand in Hand gehen

Die Ursachen der sich im Zuge der Corona-Krise abzeichnenden tiefen Rezession sind realwirtschaftlicher Natur und die Shutdown-bedingten Einkommensausfälle zeigen die zur Virusbekämpfung in Kauf genommenen gesamtwirtschaftlichen Kosten, die sich mit keinen wirtschaftspolitischen Mitteln kompensieren lassen. Das Anspringen der automatischen Stabilisatoren schlägt sich unmittelbar in staatlichen Mindereinnahmen und Mehrausgaben nieder. Diese Reaktion im Abgaben-Transfer-System muss naturgemäß fiskalisch geschultert werden.

Aber auch alle weiteren Maßnahmen zum Abwenden einer übermäßigen Insolvenzwelle erfordern fiskalisches Handeln. Dies gilt insbesondere für sämtliche Maßnahmen (Kreditgarantien, Abgabenstundung), mit denen der Staat ins Risiko geht, um die Liquiditätsversorgung der von hohen Umsatzausfällen betroffenen Unternehmen zu unterstützen. Hinzu kämen Bedarfe für den hier vorgeschlagenen Lastenausgleichsmechanismus, mit dem sichergestellt werden soll, dass die Liquiditätshilfen ihre stabilisierungspolitische Wirkung entfalten. Schließlich ist fiskalisches und nicht geldpolitisches Handeln erforderlich, wenn Banken gestützt werden müssen, die im Zuge der Krise infolge höherer Kreditausfälle selbst in Bedrängnis geraten.

Ein Absichern des Bankensektors stellt den am besten begründbaren Stabilisierungsbeitrag auf europäischer Gemeinschaftsebene dar

Gelingt es den Ländern im Euroraum, die Corona-Krise über den ESM als Gemeinschaftsinstitution nicht zu einer Finanzkrise eskalieren zu lassen, so leisten sie damit einen kaum zu überschätzenden Stabilitätsbeitrag. Da hiermit gravierende Spillovers ausgeschaltet werden, sind sie auch koordinationsökonomisch gut begründet. Allerdings sollten auch auf der Ebene der Geschäftsbanken Regeln eingezogen werden, wie sie bereits nach der Weltfinanzkrise als dringend notwendig erkannt wurden. Hierzu zählen die Unterlegung von Staatsanleihen mit Eigenkapital und die Begrenzung des Klumpenrisikos, das eine Bank als Kreditgeber gegenüber einzelnen Staaten eingeht.

Fiskalische Maßnahmen auf EU-Ebene sollten kurzfristige Stabilisierungsbedarfe (nationale Handlungsfähigkeit) mit langfristigen Funktionsbelangen (gemeinschaftlicher Ordnungsrahmen) in Einklang bringen

In dem Maße, wie die fiskalische Handlungsfähigkeit hochverschuldeter Staaten im Zuge einer Vertrauenskrise fraglich wird, können fiskalische Spielräume über einen Mechanismus zur Deckelung von Risikoprämien für die Zeit der Corona-Krise sichergestellt werden. Temporär ausgegebene Eurobonds entlasten fiskalisch gestresste Länder fiskalisch ebenfalls, allerdings würde damit die Risikoteilung über das stabilisierungspolitisch notwendige Maß hinaus vollzogen und wäre anhand anderer Kriterien zu begründen. Sie sind in jedem Fall einem Eingreifen der Geldpolitik zugunsten einzelner Länder vorzuziehen, da die Vergemeinschaftung fiskalischer Lasten einer parlamentarischen Legitimation bedarf. Es bleibt aber das Risiko eines Präzedenzfalles, wenn der Bedarf an Lastenteilung mit der akuten Krise begründet würde. Dann gäbe es keinen Grund, bei der nächsten Krise nicht in gleicher Weise zu verfahren, was konsolidierungspolitischen Anreizen entgegenstünde. Dies könnte den Weg in eine Transferunion ebnen, die eine Zentralisierung fiskalischer Entscheidungen zur Folge hätte. Dies ginge zu Lasten von Eigenverantwortung und institutioneller Vielfalt, was langfristig auch für die Nettotransferbezieher nachteilig wäre.

LITERATUR

- Agénor, P.-R., und L.A. Pereira da Silva (2018). Financial spillovers, spillbacks, and the scope for international macroprudential policy coordination. BIS Papers, No. 97. Bank for International Settlements, Basel.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2015). Das europäische Verfahren zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte – Auswertung der bisherigen Erfahrung und mögliche Reformansätze. Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Nr. 7, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Calvo, G.A. (1988). Servicing the Public Debt: The Role of Expectations. *American Economic Review* 78 (4): 647–661.
- Covi, G., M. Montagna und G. Torri (2019). Economic shocks and contagion in the euro area banking sector: a new micro-structural approach. Special feature B, Financial Stability Review (May 2019), European Central Bank, Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., N. Jannsen und S. Kooths (2015). Economic policy coordination in the euro area under the European Semester. In-depth analysis for the European Parliament, Economic Governance Support Unit Briefing Papers, Brussels.
- Persson, M. (2016). Debts, Deficits and Multiple Equilibria: A New Role for ECB Monetary Policy? *CESifo Forum* 1/2016 (March): 63–71.
- Snower, D., J. Boysen-Hogrefe, K.-J. Gern, H. Klodt, S. Kooths, C.-F. Laaser, B. van Roye, J. Scheide und K. Schrader (2013). Kieler Krisen-Kompass: Ein Gesamtpaket zur Überwindung der Krise im Euroraum. Kiel Policy Brief Nr. 58, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

IMPRESSUM

DR. KLAUS SCHRADER
Leiter Bereich Schwerpunktanalysen
Head of Area Special Topics

> klaus.schrader@ifw-kiel.de

Herausgeber:

Institut für Weltwirtschaft (IfW)
Kiellinie 66, D-24105 Kiel
Tel.: +49-431-8814-1
Fax: +49-431-8814-500

Redaktionsteam:

Dr. Klaus Schrader,
Ilse Büxenstein-Gaspar, M.A.,
Kerstin Stark.
Das Institut für Weltwirtschaft ist eine rechtlich selbständige Stiftung des öffentlichen Rechts des Landes Schleswig-Holstein.

Umsatzsteuer ID:

DE 251899169

Das Institut wird vertreten durch:

Prof. Gabriel Felbermayr, Ph.D. (Präsident)

Cover Foto:

© Centers for Disease Control and Prevention

Zuständige Aufsichtsbehörde:

Ministerium für Bildung, Wissenschaft und Kultur des Landes Schleswig-Holstein



© 2020 Institut für Weltwirtschaft.
Alle Rechte vorbehalten.

<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kiel-policy-briefs/>