



## GEMEINSAM GEGEN COVID-19: SCHICKSALSTAGE FÜR EUROPA

von Dr. Holger Schmieding

In ihrer Antwort auf die gefährliche Corona-Pandemie hat die deutsche und europäische Wirtschaftspolitik bisher nahezu alles richtig gemacht. Nach kurzem Zögern hat die Europäische Zentralbank seit dem 18. März die Geldschleusen weit geöffnet, damit die tiefe Rezession nicht auch noch in eine Finanzkrise ausarten kann. Daheim haben Europas Finanzminister große Programme aufgelegt. So wollen sie Bürgern, Arbeitnehmern und Unternehmen über die schweren Monate hinweghelfen, in denen ein erheblicher Teil der wirtschaftlichen Aktivität abgeschaltet werden muss, damit das Virus sich nicht weiter ausbreiten kann.<sup>1</sup>

Auf der europäischen Ebene steht dagegen eine überzeugende gemeinsame Antwort der Fiskalpolitik auf die gemeinsame Krise noch aus. Sollte sich in Italien und anderen Ländern der Eindruck verfestigen, Nordeuropa verweigere dem härter getroffenen Süden die gebotene Solidarität, könnten in einiger Zeit gefährliche Kräfte in Frankreich oder Italien Wahlen mit anti-europäischen Slogans gewinnen. Nach einer Tecné-Umfrage vom 10. April ist der Anteil der Italiener, die in einem hypothetischen Referendum für einen Austritt aus der EU stimmen würde, seit Ende November um 20 Punkte auf 49% gestiegen.

Inhaltlich ist der Eindruck mangelnder Solidarität zumindest übertrieben. Zwar haben Deutschland und die Niederlande die auch von mir im März vorgeschlagenen „Corona Bonds“ abgelehnt. Dennoch dürfte das Solidarpaket von bis zu 500 Milliarden Euro, das die Eurogruppe der Finanzminister am 9. April 2020 nach viel Lärm endlich auf den Weg gebracht hat, das größte grenzüberschreitende Hilfsprogramm seit dem Marshallplan der 1950er Jahre sein. Wirtschaftlich unternimmt Europa mit den Kreditlinien des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) für Staaten, den zusätzlichen Krediten der Europäischen Investitionsbank (EIB) für Unternehmen und dem EU-Kurzarbeitergeld wichtige Schritte in die richtige Richtung.

Aber sie reichen nicht aus. Vor allem überschatten der lange Streit über die Bedingungen für Kreditlinien des in Südeuropa äußerst unbeliebten ESM sowie die anhaltende Diskussion, ob denn ein gemeinsamer Wiederaufbaufonds auch durch gemeinsame Anleihen finanziert werden sollte, die Substanz der Beschlüsse. Europa hat es geschafft, einen nahezu beispiellosen Akt der Solidarität so darzustellen, dass die Europa-Skeptiker in Südeuropa und in den Niederlanden sich eher bestätigt als widerlegt fühlen.

### Neuer Anlauf am Donnerstag

Am 23. April werden die Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union auf einer Videokonferenz einen neuen Anlauf nehmen. Für Europa kann das ein Schicksalstag sein. Sollte die EU erneut daran scheitern, ein klar sichtbares Zeichen der Solidarität zu senden, könnte das Virus im schlimmsten Fall zum Totengräber der europäischen Integration werden.

Die Diskussion, was die EU und die Eurozone dagegen unternehmen sollten, muss mit einer Bestandsaufnahme beginnen. Dazu gehören zwei Einsichten.

Erstens hängt gerade auch der Wohlstand Deutschlands davon ab, dass es seinen Nachbarn gut geht und es den freien Zugang zu ihren Märkten genießen kann. Sollte Italien aus dem Euro und dem gemeinsamen Markt der EU aussteigen, wäre das auch für unsere Wirtschaft ein herber Schlag, von den politischen Folgen beispielsweise für das deutsch-französische Verhältnis ganz zu schweigen. Schon 2012 hatte die – wesentlich mildere – Eurokrise nicht nur Südeuropa hart gebeutelt. Sie hatte damals auch das unmittelbar gar nicht betroffene Deutschland an den Rand einer Rezession gebracht. Probleme unsere Nachbarländer strahlen eben auch auf uns aus. Eine solche Zusatz-Rezession nach der Corona-Krise könnte für uns wesentlich teurer sein als gemeinsam mit Italien und anderen Euroländern eine begrenzte Anzahl von „Corona Anleihen“ aufzulegen.

Zweitens ist die Eurozone bereits heute eine Schicksals- und Risikogemeinschaft. Mit dem Euro haben wir nicht nur eine Währung, die sich nach innen und außen als stabiler erwiesen hat als die D-Mark zuvor. Wir sind auch enger

<sup>1</sup> Dieser Text ist die leicht aktualisierte Fassung eines Beitrages, der am 20. April auf Capital Online erschienen ist.

miteinander verwoben als zuvor. Wir werden die Kosten dieser Krise so oder so in einem erheblichen Umfang miteinander teilen.

Dies zeigt sich beispielsweise in der Bilanz der Zentralbank. In einer tiefen Krise steigt der Wunsch der Haushalte, Unternehmen und Finanzinstitutionen, Vorsichtskasse zu halten, dramatisch an. Um diese abrupte Zusatznachfrage nach Vorsichtskasse zu befriedigen, muss die Zentralbank mehr Liquidität anbieten. Dies tut sie, indem sie Anleihen kauft. Deshalb wird und muss ein großer Teil der zusätzlichen Anleihen, mit denen sich deutsche, italienische oder europäische Institutionen während und im Nachgang der Krise finanzieren, letztlich auf der Bilanz der gemeinsamen Europäischen Zentralbank EZB beziehungsweise ihrer nationalen Ableger landen. In diesem Sinne wird das Risiko ohnehin zu einem erheblichen Teil vergemeinschaftet.

Im Vergleich zu dieser Einsicht ist der Streit um die genaue Finanzierung einer gemeinsamen Euro-Antwort auf den gemeinsamen Schock eher zweitrangig. Ob es sich um Anleihen des ESM, der EIB, der Europäischen Kommission oder eines anderen Topfes handelt, als Garantiegeber wird Deutschland innerhalb vorab gesetzter Grenzen immer dabei sein. Im Gegensatz zu allen anderen Instrumenten einschließlich des jetzt diskutierten „Wiederaufbaufonds“ hätte ein gemeinsamer „Corona-Fonds“, der sich über mit gemeinsamen Garantien unterlegte aber vorab im Umfang begrenzte „Corona Bonds“ finanziert, immerhin den Vorteil, dass er den kurzfristigen Ausnahmecharakter bereits im Namen tragen würde.

### **Ein neuer Topf für Europa**

Auch wenn gemeinsame Schuldtitel mit dem Namen „Corona Bonds“ nach dem klaren Nein aus Berlin und Den Haag wohl nicht kommen werden, dürfte es letztlich auf etwas Ähnliches hinauslaufen. Vermutlich wird Europa über den Umweg des EU-Haushaltes einen durch gemeinsame Garantien unterlegten Topf aufstellen, der zinsgünstige Langfrstkredite für Investitionen und/oder zum Ausgleich von Coronakosten an arg gebeutelte Mitgliedsstaaten vergibt. Auch einige direkte Zuschüsse sind möglich, eventuell angelehnt an das Beispiel der EU-Struktur- und Kohäsionsfonds.

Die Pandemie trifft alle Mitglieder des Euro, Südeuropa allerdings noch härter als den Norden. In Italien und Spanien hat das Virus zuerst zugeschlagen. Und da eine ganze touristische Sommersaison auszufallen droht, sind die Kosten in den Mittelmeerländern besonders hoch. Alle Länder

der Eurozone werden sich erheblich verschulden müssen, um die Kosten aufzufangen. Es geht nicht darum, dies Italien weitgehend abzunehmen. Aber derzeit müsste Italien für diese zusätzlichen Schulden wesentlich mehr bezahlen als Deutschland, das sich ja zu Negativrenditen finanzieren kann. Im Kern geht es vor allem darum, Italien sowie anderen hart getroffenen Ländern einen Teil der sonst drohenden zusätzlichen Zinskosten durch eine möglichst im Umfang und der Zeit begrenzte Gemeinschaftsgarantie zu ersparen. In einem Kompromiss wird auch Italien akzeptieren müssen, dass es direkte Transfers statt zinsgünstiger Kredite nur in sehr begrenztem Umfang geben kann.

Die gemeinsame Antwort auf die einmalige Krise kann Italien nicht die Verantwortung für seinen Staatshaushalt abnehmen. Italien leidet unter einem zu geringen Trendwachstum. Auch bei laufenden Haushaltsdefiziten, die in den letzten Jahren unter 3% der Wirtschaftsleistung lagen, verharret deshalb die Schuldenquote, also das Verhältnis aus Schuldenlast und Wirtschaftsleistung, bei 135%. Auf Dauer wird Italien durch Wirtschaftsreformen nach französischem – oder griechischem – Vorbild seine Wachstumskräfte stärken müssen. Nur so kann es sein latentes und durch die Coronakrise noch einmal verschärftes Schuldenproblem dauerhaft in den Griff bekommen.

### **Es zählt das klare Signal der Solidarität**

Wichtig an diesem Donnerstag ist nicht einmal, dass die virtuellen Gipfelstürmer sich auf alle Details einigen. Darüber können Finanzminister noch eine Weile verhandeln, solange es ein im Ton freundschaftlicher Disput bleibt. Wichtig ist vor allem, dass die Staats- und Regierungschefs eine grundsätzliche Einigung verkünden und damit ein politisch sichtbares Zeichen der Solidarität senden. Kurzfristig kann es die Europäische Zentralbank auch nahezu im Alleingang schaffen, die Finanzierungskosten für Italien wieder auf ein erträgliches Maß zu senken, sofern die Politik sichtbar auf den richtigen Weg eingeschwenkt ist. Aber ohne ein solches Signal könnten die Risikoaufschläge auf italienische Anleihen weiter zunehmen. Diese Anleihen preisen bereits heute ein gewisses Restrisiko ein, dass ein zutiefst enttäushtes Italien dereinst die EU und den Euro verlassen könnte. Steigt dieses Risiko, könnte uns neben der Pandemie noch eine rein hausgemachte Zusatzkrise drohen. Das zu vermeiden sollte im Interesse aller sein.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

# IMPRESSUM

## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+44 7771 920377

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Dr. Florian Hense  
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

### Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

### Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

► **Aktuelles**

Geldpolitik  
Konjunktur  
Schwellenländer  
Trends  
Währungen

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 14.02.2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)