



Jörg Angelé
Senior Economist

Analyse

Der Dambruch – die Fiskalpolitik bleibt lange expansiv

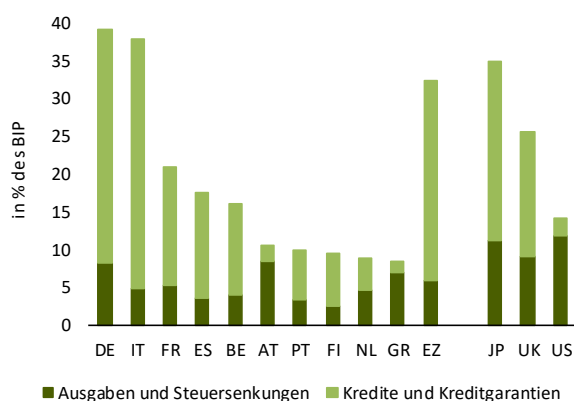
24. November 2020

www.bantleon.com

Krisenreaktion der Fiskalpolitik lehrbuchmässig

Die Coronavirus-Pandemie hat die Wirtschaft der Eurozone in die tiefste Krise seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs gestürzt. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr voraussichtlich um gut 7% zurückgehen. In zahlreichen Euroländern wie beispielsweise Spanien, Frankreich und Italien wird das Minus zweistellig ausfallen.

Abb. 1: Mit allen Mitteln gegen die Krise



Quellen: IWF, Sachverständigenrat, BANTLEON

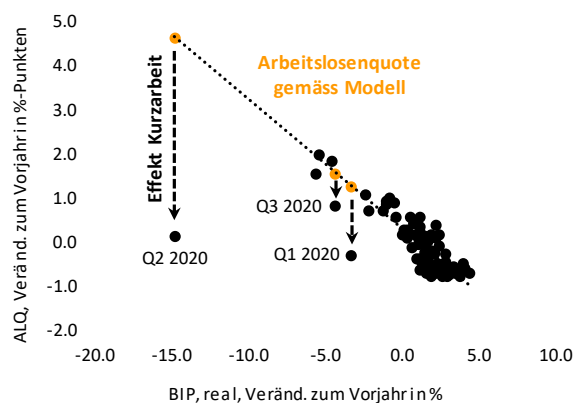
Der konjunkturelle Absturz wäre sogar noch heftiger ausgefallen, hätten die Regierungen der Mitgliedsländer nicht massiv gegengesteuert und Fiskalpakete in bis dato nicht gekanntem Ausmass aufgelegt. So wurden in der Eurozone Ausgabenprogramme und (temporäre) Steuersenkungen im Umfang von knapp 6% der Wirtschaftsleistung beschlossen (vgl. Abbildung 1). Ergänzt wurden diese Massnahmen durch gigantische Kreditprogramme und Kreditgarantien in Höhe von gut 26% der Wirtschaftsleistung. Besonders üppig fielen die staatlichen Unterstützungsmassnahmen in Deutschland aus. Gemäss Berechnungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) machen allein die bis Mitte September beschlossenen,

durch die Krise bedingten Ausgaben und Steuererleichterungen 8,4% des BIP aus (vgl. Abbildung 1).

Insbesondere die drastische Ausweitung bzw. die Einführung von Kurzarbeitsprogrammen in quasi allen Euroländern hat dazu beigetragen, eine wirtschaftliche Abwärtsspirale infolge der Pandemie zu verhindern. Dank der Programme befanden sich zeitweise mehr als 25% aller Beschäftigten der Eurozone in Kurzarbeit und wurden so vor dem Verlust ihres Arbeitsplatzes bewahrt. Der Erfolg der Kurzarbeitsprogramme spiegelt sich eindrucksvoll in der Entwicklung der Arbeitslosenquote wider (vgl. Abbildung 2).

Legt man den Zusammenhang zwischen wirtschaftlicher Entwicklung und Arbeitsmarkt der vergangenen zwei Jahrzehnte zugrunde, hätte die Arbeitslosenquote in den deutlich zweistelligen Bereich empor schnellen müssen. Stattdessen ist sie von einem historischen Tiefstwert bei 7,2% im März dieses Jahres bis September lediglich um 1,1%-Punkte auf 8,3% angestiegen.

Abb. 2: Arbeitsmarkt vor Absturz bewahrt



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Während das massive staatliche Einschreiten also einen noch stärkeren wirtschaftlichen Einbruch verhindert hat, bilden die explodierenden Haushaltsdefizite die Kehrseite der Medaille. Der IWF rechnet damit, dass sich der gesamtstaatliche Fehlbetrag im Haushalt aller Euroländer in diesem Jahr auf gut 10% des nominalen BIP belaufen wird. Für Italien und Spanien wird ein Fehlbetrag von 13% bzw. 14% angenommen. In Deutschland soll das Minus bei »nur« 8% liegen. Die Prognosen stammen allerdings noch aus der Zeit vor der jüngsten Zuspitzung der Pandemie und den neuerlichen Lockdowns. Wir halten sie daher für zu niedrig angesetzt und erwarten, dass die Defizite am Ende jeweils um rund zwei Prozentpunkte höher ausfallen werden.

Fiskalpolitik bleibt auch nach der Krise expansiv

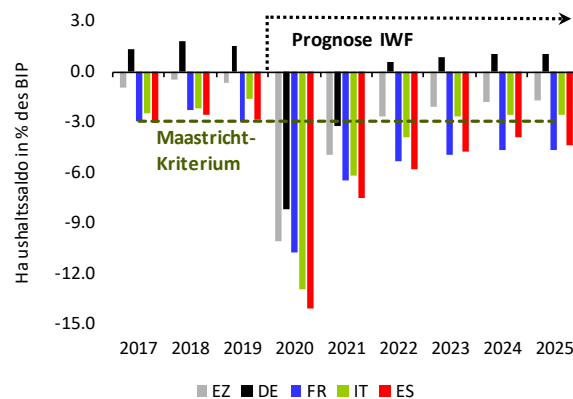
Die erheblichen Fortschritte, die zuletzt bei der Suche nach einem wirksamen Impfstoff gegen den Erreger SARS-CoV-2 gemacht wurden, sprechen dafür, dass die Pandemie im Lauf des nächsten Jahres überwunden werden kann und sich das gesellschaftliche und wirtschaftliche Leben langsam wieder normalisieren. Vor diesem Hintergrund läge es nahe, die Expansivität der Fiskalpolitik spürbar zurückzufahren. Danach sieht es gegenwärtig jedoch nicht aus. Der Damm gegen zu hohe staatliche Ausgaben scheint durch die Pandemie gebrochen. Von solider Haushaltspolitik ist derzeit keine Rede, auch nicht mit Blick auf die nächsten Jahre. Selbst die deutsche Politik scheint einen Paradigmenwechsel vollzogen zu haben. Wurde im Nachgang der Weltfinanzkrise noch auf eine nachhaltige Haushaltsführung vor allem in den südlichen Mitgliedsländern gepocht, steht dies aktuell selbst bei hochverschuldeten Ländern nicht zur Diskussion.

Die EU-Kommission hat ihr Okay für anhaltend geöffnete Geldschleusen bereits gegeben und angekündigt, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der die Höhe der zulässigen Budgetdefizite vorgibt, auch 2021 ausser Kraft gesetzt bleibt. Die Mitgliedsländer haben somit im nächsten Jahr ebenfalls keine Konsequenzen zu befürchten, wenn ihr Haushaltsdefizit den eigentlich, laut Fiskalregeln, zulässigen Wert markant übersteigt.

Insofern überrascht es nicht, dass die Euroländer erst gar keine Anstrengungen unternehmen, ihre Haushalte zu konsolidieren. Stattdessen soll weiter aus allen Rohren gefeuert werden. So haben Frankreich und Italien bereits angekündigt, im nächsten Jahr ein Budgetdefizit von rund 7% anzustreben. Für Spanien rechnet der IWF mit einem Minus in ähnlicher

Grössenordnung. Darüber hinaus geht der Währungsfonds im Fall Spaniens und Frankreichs sogar davon aus, dass es selbst bis zum Jahr 2025 nicht gelingen wird, das Defizit wieder unter 3% zu drücken (vgl. Abbildung 3).

Abb. 3: Von Konsolidierung wenig zu sehen



Quellen: IWF, BANTLEON

Wenn das Geld plötzlich vom Himmel fällt

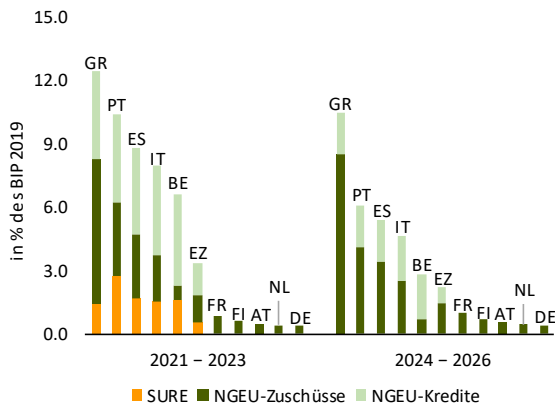
Die EU beschränkt sich aber nicht darauf, die Ausgabenpläne der Mitgliedsländer durchzuwinken, sie hat nun selbst die Spenderhosen an. Im Rahmen des Next Generation EU (NGEU) genannten Wiederaufbaufonds sollen in den nächsten Jahren Gelder in Höhe von 750 Mrd. EUR an die Mitgliedsländer verteilt werden, um der Konjunktur zusätzlichen Schub zu verleihen. Auf die Euroländer entfallen davon etwa 75% bzw. rund 563 Mrd. EUR, was gut 4,7% des nominalen Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2019 entspricht.

Das ist ein grosser Batzen Geld. Einschränkend ist jedoch anzumerken, dass »nur« 390 Mrd. EUR der Mittel als nicht rückzahlbare Zuschüsse gewährt werden, während die restlichen 360 Mrd. EUR in Form von zinsgünstigen Krediten fließen sollen. Es ist wahrscheinlich, dass am Ende nicht der gesamte Kreditbetrag in Anspruch genommen wird. So dürften beispielsweise Länder, die sich ebenso günstig wie bzw. günstiger als die EU am Kapitalmarkt finanzieren können, auf die EU-Kredite verzichten.

Zudem wäre es möglich, dass die EU-Kredite nicht zusätzlich zur nationalen Kreditaufnahme in Anspruch genommen werden, sondern diese zumindest zu einem nennenswerten Teil substituieren, was den konjunkturellen Impuls des Wiederaufbaufonds tendenziell abschwächt.

Demgegenüber ist zu berücksichtigen, dass die genannten 750 Mrd. EUR in Preisen des Jahres 2018 zu verstehen sind. Tatsächlich erhöht sich dieser Betrag entsprechend dem Inflationsziel der EZB in jedem Jahr um 2%. Mit Beginn der Auszahlung an die Mitgliedsländer im nächsten Jahr beträgt das theoretische Fondsvolumen damit bereits 780 Mrd. EUR.

Abb. 4: Die EU hat jetzt die Spendierhosen an



Quellen: Bruegel Blog, EU-Kommission, BANTLEON

Die Zahlungen aus dem Wiederaufbaufonds erstrecken sich auf die Jahre 2021 bis 2026. Dabei soll der Anteil der Kredite in den ersten drei Jahren besonders gross sein, während die Auszahlung des Hauptteils der Zuschüsse zwischen 2024 und 2026 vorgesehen ist (vgl. Abbildung 4). Die NGEU-Hilfen dürften sich somit in beiden Dreijahreszeiträumen auf rund 2,5% des BIP der Eurozone belaufen, wobei der positive konjunkturelle Effekt in den ersten drei Jahren wegen der Gelder (100 Mrd. EUR) aus dem SURE genannten Programm der EU zur Arbeitsplatzsicherung etwas höher ausfällt.

Allerdings versteckt sich hinter dem Wert von 2,5% für einen Dreijahreszeitraum bzw. von knapp 1% pro Jahr eine erhebliche Spreizung des fiskalischen Impulses in den einzelnen Euroländern. So können die vier Hauptprofiteure des Wiederaufbaufonds im gemeinsamen Währungsgebiet (Griechenland, Portugal, Spanien und Italien) in den nächsten drei Jahren mit Geldern aus Brüssel in Höhe von 8% (Italien) bis 12,5% (Griechenland) des BIP rechnen. Für Deutschland, die Niederlande, Österreich und Finnland beläuft sich der Geldsegen dagegen auf jeweils nur 0,4% bis 0,6% des BIP, sprich 0,1% bis 0,2% pro Jahr und ist daher ökonomisch vernachlässigbar.

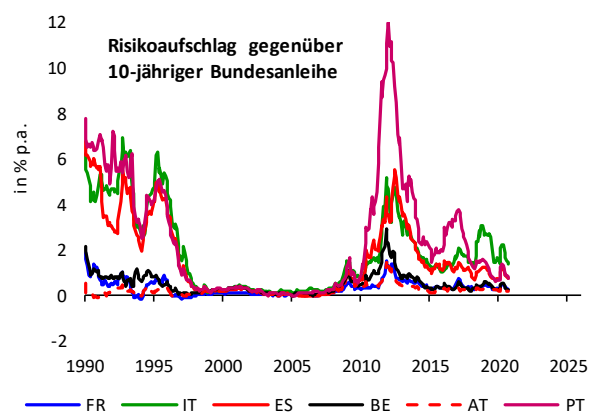
Das von der EU avisierte Auszahlungsprofil der Zuschüsse und Kredite aus dem Wiederaufbaufonds macht deutlich, dass es Brüssel nicht um ein

konjunkturelles Strohfeuer geht, sondern um einen langanhaltenden, konstanten Rückenwind durch zusätzliche staatliche Ausgaben für die Mitgliedsländer. Rechnet man die nationalen Haushaltsimpulse hinzu, dürfte es in Südeuropa zu einem fiskalpolitischen Dauerfeuer von 4% bis 6% des BIP pro Jahr kommen. Gleichzeitig wird das Budgetdefizit der Eurozone (unter Einrechnung des Wiederaufbaufonds) permanent über 3% liegen, nachdem es sich in den vergangenen Jahren nur knapp im negativen Bereich bewegte (vgl. Abbildung 3).

Fazit

Die Regierungen der Euroländer stemmen sich mit staatlichen Hilfspaketen nicht gekanntem Ausmasses gegen die schwerste wirtschaftliche Krise seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs. Damit ist es ihnen gelungen, eine konjunkturelle Abwärtsspirale zu verhindern. Die Kosten dieser Rettungsaktion zeigen sich in explodierenden Haushaltsdefiziten. Anders als im Anschluss an die Weltfinanzkrise der Jahre 2008 und 2009 gibt es nun für die Nachkrisenzeit jedoch keinen Fokus auf eine Konsolidierung der Staatshaushalte. Ganz im Gegenteil: Auch in den kommenden Jahren soll die Fiskalpolitik aus allen Rohren feuern. Der Damm für dauerhaft schuldenfinanzierte staatliche Wohltaten ist gebrochen.

Abb. 5: Bei den Spreads geht es noch enger



Quellen: Macrobond, BANTLEON

Die EU-Kommission, eigentlich Hüterin einer strikten Fiskalpolitik, befeuert stattdessen die sich abzeichnende laxen Haushaltspolitik durch den Hunderte Milliarden Euro schweren Wiederaufbaufonds. Der ist zwar als Instrument zur Bewältigung der aktuellen Krise aus der Taufe gehoben worden, das äusserst langgestreckte Auszahlungsprofil der Hilfen bis zum Jahr 2026 weckt allerdings Zweifel an dieser Interpretation. Es ist davon auszugehen, dass aus dem

Kriseninstrument früher oder später eine Dauereinrichtung wird. Dies wäre der Einstieg in eine europäische Fiskalunion. Hierüber denken inzwischen nicht nur die Südeuropäer, sondern auch der deutsche Finanzminister laut nach.

Die EU entwickelt sich somit zunehmend zu einer Haftungsunion. Für die Finanzmärkte hätte eine solche Entwicklung gravierende Folgen. Die Wahrscheinlichkeit eines Zahlungsausfalls selbst der hochverschuldeten Euroländer wie Griechenland, Italien,

und Portugal nähme drastisch ab. Aus diesem Grund halten wir es für sehr wahrscheinlich, dass sich die Risikoaufschläge der Staatsanleihen insbesondere der Euro-Peripherieländer in den nächsten Jahren weiter reduzieren. Am Ende ist nicht auszuschließen, dass die Spreads zu deutschen Bundesanleihen wieder die Niveaus erreichen, die sie vor 2008 aufgewiesen haben, d.h. selbst in den Peripherieländern kaum mehr als 20 Bp (vgl. Abbildung 5).

Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.