EUROPÄISCHE INTEGRATION 21.12.2020 | Adam Tooze

Absturz voraus?

Oder doch eher Licht am Ende des Tunnels? Die zarte Erholung der Eurozone steht und fällt mit dem Garantieversprechen der Europäischen Zentralbank.

Lesen Sie diesen Artikel auch auf Russisch.

Optimisten sehen in den letzten Wochen des Jahres 2020 vielleicht Licht am Ende des Tunnels. Europa wurde von der zweiten Corona-Welle hart getroffen. Aber man ist dabei, sie unter Kontrolle zu bringen. Mehrere Impfstoffe sind in der Pipeline, und europäische Hersteller haben beim Impfstoffwettrennen die Nase vorn. Die ersten besonders Gefährdeten können vielleicht sogar noch vor Jahresende geimpft werden. Anschließend können die Einschränkungen aufgehoben werden. Das gesellschaftliche Leben wird wieder zur Normalität zurückkehren.

Dieses optimistische Narrativ ist selbst ein Faktor, der im Sinne einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung mit einkalkuliert werden muss und auf diese Weise mithilft, Vertrauen herzustellen und damit die wirtschaftliche Erholung zu stützen. Analog zum zeitlichen Verlauf der Euro-Krise könnte man sich in die Zeit vor acht Jahren zurückversetzt fühlen – in jene Monate, in denen die „Whatever it takes"-Zusage des damaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi die Wirkung eines Zauberspruchs entfaltete. Für Dutzende Millionen Europäerinnen und Europäer blieb die wirtschaftliche Situation weiterhin schmerzhaft. Doch die Panik war gestoppt, der Grundstein für eine Erholung gelegt.

2020 wird dieses optimistische Narrativ durch das Konjunkturpaket der Europäischen Union genährt. Die Europäische Kommission zeigte sich zufrieden, dass ihr neues Anleiheprogramm – in Form einer „Sozialanleihe" im Rahmen des Beschäftigungsförderungsprogramms SURE mit einem Volumen von 8,5 Milliarden Euro und einer Laufzeit von 15 Jahren – auf den Märkten auf ein so positives Echo stieß. Die jüngste Tranche war 13-mal überzeichnet und wurde mit einer negativen Rendite von 0,102 Prozent bewertet. Im Klartext heißt das: Von den 102 Euro, die die EU von ihren Kreditgebern bekommt, braucht sie nur 100 Euro zurückzuzahlen. Das schaffen selbst deutsche Staatsanleihen kaum.

Es kann sein, dass wir an einem Wendepunkt angelangt sind. Aber was, wenn nicht? Stellen wir uns ein Alternativszenario vor. Was wäre, wenn wir nicht in das Jahr 2012, sondern in das Jahr 2009 zurückbefördert würden? Was wäre, wenn die Erholung, die wir gerade erleben, etwas Ähnliches ist wie das ruhige Intermezzo zwischen der Bankenkrise von 2008 und der darauffolgenden Euro-Krise (um eine hilfreiche Formulierung von Erik Jones aufzugreifen)?

Was passiert, wenn die Unterstützungsmaßnahmen zu früh beendet werden? Die Arbeitslosigkeit steigt massiv an. Die Wirtschaft schrumpft bis ins Jahr 2021 hinein weiter.

Stellen wir uns vor, die schmerzhaften Zeiten würden gerade erst anfangen. Dieses Szenario könnte so aussehen:

2020 wurde Europas Wirtschaft mit lebenserhaltenden Maßnahmen am Laufen gehalten. Millionen von Arbeitsplätzen werden durch Kurzarbeit gesichert. Es werden Kreditbürgschaften über schwindelerregende Summen übernommen. Was passiert, wenn die Unterstützungsmaßnahmen zu früh beendet werden? Die Arbeitslosigkeit steigt massiv an. Die Wirtschaft schrumpft bis ins Jahr 2021 hinein weiter. Die Kreditvergabe bricht ein. Rezession macht sich breit, Kredite werden notleidend, und die Verluste werden quer durch das Finanzsystem weitergereicht.

Europas Banken, die schon vor dem Corona-Schock in einer schwachen Position waren, werden kalt erwischt. Ihre Kreditrisikovorsorge fällt 2020 niedriger aus als bei den US-Banken; 2021 erleiden sie ein Blutbad. Weil ihre Kreditportfolios faul werden, stufen die Ratingagenturen die schwächeren Banken – vor allem in Italien – auf Ramschstatus herunter. Dadurch wird ihr Zugang zu den Anleihemärkten erschwert und ihre Kreditvergabefähigkeit noch weiter verringert.

Es tritt offen zutage, dass das 2012 gegebene Versprechen, die Bankenunion zu vollenden, nicht eingelöst wurde. Mangels Kreditvergabe verfällt der Euroraum in einen Lähmungszustand. Bis 2022 klettert die Arbeitslosigkeit auf 12 Prozent. Das mag sich dystopisch anhören – und ist es auch. Aber nicht ich habe es mir ausgedacht. Ausgedacht haben es sich Ökonomen in der Europäischen Zentralbank. Es ist das sogenannte „adverse“ Szenario des *Finanzstabilitätsberichts* der EZB. Es wurde aus Tausenden hypothetischer Modellversuche ausgewählt und soll simulieren, was im Rahmen eines Worst-Case-Szenarios als „mittleres Ergebnis“ zu erwarten

ist.

Seit den ersten Stresstests kurz nach der Jahrtausendwende wurden deren Methoden immer ausgeklügelter. Grundlage für den *Finanzstabilitätsbericht* ist ein Makro-Mikro-Modell, das unter dem Namen BEAST bekannt ist. Das steht für „Banking Euro Area Stress Test“ – Stresstest für die Banken im Euroraum.

Dieses Modell verfolgt die Interaktionen zwischen 19 Volkswirtschaften und den Bilanzen 91 systemrelevanter Banken und prognostiziert, wie die einzelnen Banken – Paribas, Deutsche Bank usw. – auf sich verändernde wirtschaftliche Rahmenbedingungen voraussichtlich reagieren werden. Zu diesem Zweck rechnet das Modell die Kapitalquoten und notleidenden Kredite sowie die Kapitalrendite der Bank hoch.

Bei einem Negativschock neigen Banken dazu, die Vergabe neuer Kredite zurückzufahren. Bereits überstrapazierte Banken tun dies umso aggressiver.

Bei einem Negativschock neigen Banken dazu, die Vergabe neuer Kredite zurückzufahren. Bereits überstrapazierte Banken tun dies umso aggressiver. Das europäische Bankensystem ist, wie die EZB-Ökonomen dezent anmerken, hochgradig „heterogen“. Das Modell speist die Reaktionen aller 91 Bankbilanzen in die Konjunkturprognose für den Euroraum ein, wobei das Ausgangsszenario sich durch das Selbstschutzverhalten der Banken noch mehr verschlechtert. Das Ergebnis ist eine fatale Abwärtsspirale.

Solche BEAST-generierten Narrative haben eine gruselige Faszinationskraft. Ihr Sinn und Zweck ist aber nicht nur, uns einen kalten Schauer über den Rücken zu jagen. Sie sind als Leitlinien und Handlungshilfen für die Politik gedacht. Vor allem sollen sie bei der EZB maximale Entschlossenheit bewirken, ein sogenanntes „exzessives Deleveraging“ zu verhindern – also einen massiven Einbruch der Kreditvergabe von Banken und anderen Finanzinstituten an europäische Haushalte und Unternehmen.

In diesem Jahr hat die EZB in erheblichem Umfang interveniert, damit die europäische Wirtschaft weiterhin mit Krediten versorgt wird. Ein entscheidender Schritt war, dass sie die Ausschüttung von Dividenden stoppte und damit die Banken zwang, ihre gesamten erwirtschafteten Gewinne in ihre Rücklagen einzustellen. Zusätzlich gab die EZB Kapitalpuffer – also in besseren Zeiten angelegte Eigenmittelreserven – frei, um die Vergabe neuer Kredite zu unterstützen. So ist die

Wirkungsweise der 2008 eingeführten makroprudenziellen Politik gedacht: Im Aufschwung wird die Bankenregulierung strenger, in der Rezession wird sie gelockert.

Letztlich steht und fällt die Stabilität der Kreditversorgung mit dem gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht im Euroraum. Und das hängt angesichts der außergewöhnlichen Umstände der Pandemie vom staatlichen Handeln ab.

Damit haben die Stellschrauben des Finanzsystems, an denen sich drehen lässt, sich allerdings auch schon erschöpft. Letztlich steht und fällt, wie der *Finanzstabilitätsbericht* nachdrücklich klarmacht, die Stabilität der Kreditversorgung mit dem gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht im Euroraum. Und das hängt angesichts der außergewöhnlichen Umstände der Pandemie vom staatlichen Handeln ab.

2020 hing und hängt die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen an staatlichen Garantien und Moratorien. Die Haushalte werden in der gesamten EU durch die dramatische Ausweitung der Kurzarbeit – die große wohlfahrtsstaatliche Innovation der Krisenzeit – gestützt. Würde eine dieser beiden Stützungsmaßnahmen wegfallen, wäre ein schwerer Schock zu erwarten.

Die Fortführung dieser stützenden Maßnahmen hat natürlich haushaltspolitische Auswirkungen. Die Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt ist stark gestiegen – im gesamten Euroraum um rund 15 Prozent des BIP. Nach EZB-Berechnungen sind zwei Drittel dieses Anstiegs auf Ausgabenentscheidungen zurückzuführen und ein Drittel auf den Einbruch des BIP.

Würde man den eingeschlagenen Pfad verlassen, so warnt die EZB, müsste die europäische Wirtschaft mit einem Absturz rechnen. Dabei stünde nicht nur das soziale Gefüge Europas auf dem Spiel. Als wäre das nicht schon schlimm genug, würde eine abrupte Beendigung der finanzpolitischen Stützungsmaßnahmen auch die finanzielle Stabilität gefährden.

Bislang schlägt die Belastung der Staatshaushalte sich zum überwiegenden Teil in den einzelstaatlichen Zahlungsbilanzen nieder. Die Mittel aus dem im Juli 2020 beschlossenen Konjunkturpaket werden sich, sobald dieses mit dem EU-Haushalt verzahnte Programm in Kraft tritt, unterstützend auswirken. Das ist ein verfassungsrechtlich bedeutender Schritt. Doch seine Größenordnung muss man in Relation

sehen: Während laut *Stabilitätsbericht* die SURE-Mittel und die Zuwendungen und Kredite aus dem EU-Aufbaupaket „NextGeneration EU“ zusammen in den Jahren 2021 bis 2026 ein Volumen von 150 Milliarden Euro pro Jahr haben werden, haben die Staaten der Eurozone allein 2020 schon eine Billion Euro an Krediten aufgenommen.

Auch hier gibt es eine zirkuläre Verschränkung. Die Stabilität der Kreditvergabe an die Privatwirtschaft hängt nicht allein davon ab, wie der Staat sich verhält. Die Staatsschulden machen einen wesentlichen Teil der Kreditportfolios in den Bankbilanzen aus, und die Banken – besonders in Spanien und Italien – halten einen wesentlichen Teil der staatlichen Schuldtitel. Das ist beunruhigend, denn während der Schuldenkrise trug dieser Zusammenhang dazu bei, einen Teufelskreis in Gang zu setzen: Die notleidenden Banken drückten auf die Kreditwürdigkeit des Staates und umgekehrt.

Beim Entflechten dieses Teufelskreises hat man seit 2012 Fortschritte gemacht. 2020 jedoch ist der Nexus zwischen Staat und Banken wieder enger geworden. Die EZB gab neulich bekannt: „Das Engagement der Banken im Euroraum in inländischen Staatsschuldtiteln hat 2020 nominell bislang um fast 19 Prozent zugenommen – die stärkste Zunahme seit 2012.“ Besonders stark war der Anstieg in Spanien und Frankreich, wenngleich in Frankreich die Staatsschulden nur 2 Prozent der Bankaktiva ausmachen.

Das tragende Fundament ist die Bereitschaft und die Fähigkeit der EZB, als Europas „Lender of last resort“ zu handeln.

Im Augenblick besteht kein unmittelbarer Grund zur Sorge. Die Nachfrage nach Staatsanleihen der Eurozone boomt. Sogar Griechenland nahm kürzlich Kredite zu negativen Zinssätzen auf. Die Rendite auf italienische Staatsanleihen hat ein Rekordtief erreicht. Das wäre ein Grund zum Jubeln, wenn es denn daran läge, dass die Investoren mit einem Wiederaufschwung der italienischen Wirtschaft rechnen würden. Etwas Besseres könnte Italien nicht passieren, als dass sein nominelles BIP den Turbogang einlegt und die Staatsschuldenquote aus den Höhen, die sie in diesem Jahr erklimmen dürfte, auf den Boden zurückholt.

Aber ein solches Szenario lassen auch die optimistischsten Prognosen nicht erwarten. Das Interesse der Anleger steht und fällt mit dem Unterstützungsversprechen der EZB. Letztlich ruht das ganze Kreditgebäude auf der EZB und ihrer Bereitschaft, den

Staatsanleihenmarkt zu stützen.

Ein solides Bankmanagement ist ohne Zweifel essenziell wichtig. Finanzpolitische Entscheidungen können die Wirtschaft ankurbeln oder abwürgen und haben Einfluss auf die Bonität von Kreditnehmern und somit auf die Bankbilanzen. Doch das tragende Fundament für das komplexe Geflecht der Makro-Mikro-Zusammenhänge, die das BEAST-Modell abbildet, ist die Bereitschaft und die Fähigkeit der EZB, als Europas „Lender of last resort" zu handeln.

Das ist die große Veränderung, die Draghi 2012 signalisierte. Solange es dabei bleibt, ist die Gefahr, dass wir uns eines Tages im Jahr 2009 wiederfinden, gering. Sollte dieses Versprechen jedoch in Frage gestellt werden, ist trotz jeder noch so ausgeklügelten makroprudenziellen Politik und trotz aller institutionellen Fortschritte, die die EU in diesem Jahr erzielt hat, alles möglich.

Aus dem Englischen von Andreas Bredenfeld

Dieser Artikel ist eine gemeinsame Veröffentlichung von Social Europe *und* IPG-Journal.



Adam Tooze
New York City

Adam Tooze lehrt Geschichte an der Columbia University in New York, wo er auch das European Institute leitet. Zuvor lehrte er in Cambridge und Yale. Er ist Autor mehrerer preisgekrönter Bücher, darunter „Wages of Destruction" (2006) und „Crashed" (2018).