

Makroökonomischer Kommentar



EU-Wiederaufbaufonds – Chance für Reformen, aber auch potentieller Spaltpilz

10. Juli 2021, Peter von Elten

Vor einem Jahr haben sich die 27 EU-Länder auf einen **€ 750 Milliarden schweren Wiederaufbaufonds** geeinigt, um die Corona-bedingte Wirtschaftskrise zu bewältigen. Dieses Programm bedeutet eine Zäsur in der Geschichte der EU, da es sich um eine Vergemeinschaftung von Schulden und Haftung handelt und die EU im eigenen Namen als Schuldner auftritt. Einige Länder hatten sich bisher gegen jede Art von sogenannten Eurobonds gewehrt, auch wenn sich faktisch die gemeinschaftliche Haftung über die verschiedenen Programme der EZB in Höhe von mehreren Billionen längst etabliert hat. Die Märkte gehen von einer gemeinschaftlichen Haftung aus, wie das AAA Rating der EU verdeutlicht.

Als letztes Land der 27 EU-Mitgliedstaaten hat Polen im Juni den Wiederaufbaufonds ratifiziert. Die Gesamtsumme teilt sich wie folgt auf:

- € 360,0 Mrd. Kredite
- € 312,5 Mrd. Zuschüsse
- € 77,5 Mrd. Zuschüsse aus existierenden EU Programmen, wie Struktur- und Investitionshilfen, Klimaschutz etc.

Die in absoluten Zahlen mit Abstand grössten Begünstigten sind Italien (€ 191,7 Mrd.) und Spanien (€ 154,3 Mrd.). Der solidarische Gedanke wird besonders deutlich, wenn man die Beträge in Relation zum Bruttonettoprodukt stellt. Hier liegt Griechenland mit 17% an der Spitze, während Deutschland mit 0,8% den kleinsten Anteil erhält. Deutschland leistet auch den grössten Solidarbeitrag mit einer Rückzahlungsverpflichtung, die über € 50 Milliarden grösser ist, als Deutschland aus dem Programm erhält. In diesem Monat sollen erste Auszahlungen erfolgen.

Der Aufbaufonds wird auch als **NextGenerationEU** – Plan bezeichnet, weil die Verwendung der Gelder in die Zukunft weisen soll. Die Schlagworte «Make it Green, Digital, Healthy, Strong, Equal» umschreiben die Vorgaben der EU. Mehr als 50% der Gelder sollen in Forschung und Innovation, in die Klimawende, in das Programm «Digitales Europa», in Vorsorge und Gesundheitsprogramme fließen. Alle 27 Länder müssen der EU Pläne unterbreiten, die diesen Ansprüchen gerecht werden.

€ 150 Milliarden sollen jährlich in jeweils zwei Raten an die Staaten nach dem festgelegten Verteilungsschlüssel ausgezahlt werden. Die EU nimmt das Geld im eigenen Namen auf und profitiert vom AAA-Rating. In diesem Jahr sollen € 100 Mrd., im Folgejahr € 213 Mrd. und in 2023 nochmals € 200 Mrd. aufgenommen werden. Ende 2026 soll das Programm voll finanziert sein. Die Rückzahlung der Gelder soll über 30 Jahre ab dem Jahre 2028 erfolgen und aus zusätzlichen Steuern wie eine CO₂-Grenzausgleichssteuer, eine Digitalabgabe, dem EU-Emissionshandelssystem sowie zusätzlichen EU - Haushaltsbeiträgen generiert werden.

Die ersten Beträge sind noch nicht geflossen, und schon wird, entgegen der bisherigen Vereinbarung, von Ländern wie Italien und Frankreich eine Diskussion angeheizt, die gemeinsame Schuldenaufnahme zu einem permanenten Mechanismus werden zu lassen. Als Feigenblatt wird argumentiert, dass solche Gemeinschaftsschulden nur Zukunftsinvestitionen dienen sollen. Deutschland und andere nordische Länder wehren sich jedoch (noch?) gegen die Vergemeinschaftung von Schulden und Haftung als permanente Einrichtung.

Europäische Staatsverschuldung / Schuldenbremse

Die Pandemie hat die Schleusen für deutlich höhere Staatsschulden in Europa weit und langfristig geöffnet. Die EU hat die sogenannten Maastricht - Kriterien zur Schuldenbegrenzung für mehrere Jahre ausgesetzt. Auch die nationalen Schuldenbremsen wurden durch die Pandemie ausgehebelt. Auf beiden Ebenen werden neue Schuldenlimitierungen nur noch realisierbar sein, wenn sie wesentlich grössere Spielräume zulassen. Länder wie Italien fordern gar, dass die während der Pandemie erfolgten Anleihekäufe durch die EZB abgeschrieben werden sollten. Ein wichtiger Anreiz für die 27 Länder der EU, dem Aufbaufonds, wie verfassungsmässig gefordert, geschlossen zuzustimmen, lag in der Geldaufnahme durch die EU, wodurch eine Zurechnung zur nationalen Verschuldungsquote umgangen werden kann.

Die enormen Mittel verleiten einige Staaten zu einer «neuen» Industriepolitik, wie es der deutsche Finanzminister verlauten liess. Die etatistische Steuerung, wie sie Frankreich vorschwebt, will man in Deutschland jedoch eindämmen, indem den Unternehmen eine Steuerungsrolle zukommen soll. In der Bekämpfung der Pandemie ist den Nationalstaaten eine entscheidende Rolle zugefallen, wie die vom Staat verordneten Einschränkungen der wirtschaftlichen Aktivitäten verdeutlichen. Der Staatsapparat ist in vielen Ländern während der Pandemie ausgebaut worden. Dieser staatliche Einfluss wird sich auch beim Wiederaufbaufonds perpetuieren; dies gilt insbesondere für die Vorgaben im Bereich des Klimaschutzes, die schon heute die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Firmen in einigen Sektoren gefährden.

Fazit

Über die kommenden fünf Jahre sollte Europa vom EU-Wiederaufbauplan in der Grössenordnung von jährlich ca. 1% des europäischen Bruttosozialprodukts profitieren. Über die zumindest temporäre Aufhebung der Schuldenbremse haben sich zudem auch die Nationalstaaten einen höheren Verschuldungsspielraum eingeräumt. Die EZB dürfte die Politik der finanziellen Repression mit Hilfe künstlich niedrig gehaltener Zinsen und massiver Liquiditätszufuhr fortsetzen und somit eine bessere Tragfähigkeit der weiter steigenden Verschuldung ermöglichen. Die europäische Konjunktur erfährt zusätzliche Unterstützung durch die weltweite Erholung und sollte sich in den kommenden Jahren positiv entwickeln, solange der derzeitige Inflationsschub, der grösstenteils als temporär angesehen wird, die EZB nicht zu einer Politikstraffung zwingt. Durch die Fortsetzung der expansiven Fiskal- und Geldpolitik werden die Gefahren der Blasenbildung jedoch weiter zunehmen.

Peter von Elten



Peter von Elten

Belvoir Capital AG, Makroberater

Herr von Elten verfügt über jahrzehntelange Erfahrung in der Bankenbranche. Seit 2008 ist er Mitglied des Beirats der BSZ AG, die 2014 die IFP AG übernommen hat und damit zur Belvoir Capital AG wurde. Bei JP Morgan machte er fast 30 Jahre lang eine internationale Karriere. Von 1995 bis 2003 kehrte er dann als General Manager der Schroder & Co Bank AG in die Schweiz zurück. Darüber hinaus ist die Leidenschaft von Herrn von Elten die Kunst; er ist Mitbegründer der Galerie Elten & Elten.

Diese Publikation dient ausschliesslich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offertenstellung und/oder zum Kauf oder Verkauf von Anlageprodukten dar. Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen und Meinungen stammen aus zuverlässigen Quellen. Dennoch lehnt die BELVOIR CAPITAL AG jede vertragliche oder stillschweigende Haftung für falsche oder unvollständige Informationen ab. Alle Informationen und Meinungen können sich jederzeit ohne Vorankündigung ändern.

KONTAKT

BELVOIR CAPITAL AG
Beethovenstrasse 9
CH-8002 Zürich
+41 (0) 44 206 30 40
info@belvoircapital.com

