

Richter, Wolfram F.

Article

Deleveraging mit Zwangsanleihen

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Richter, Wolfram F. (2012) : Deleveraging mit Zwangsanleihen, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 65, Iss. 03, pp. 21-24

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165079>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

In seinem Kommentar rät Wolfram F. Richter den Staaten des Euroraums, zur Lösung der Krise die koordinierte Begebung von Zwangsanleihen in Erwägung ziehen.

Bei den Finanzen kriselt es gleich an mehreren Stellen. Die verbindende Symptomatik ist eine Kreditexpansion, an deren Tragfähigkeit die Gläubiger zunehmend zweifeln. So ist die US-amerikanische Immobilienkreditkrise als das Ergebnis einer nicht länger tragfähigen Kreditgewährung zu deuten (vgl. Sinn 2009). Ähnliches gilt für die Krisen im Bankenbereich und bei den Staatsschulden. Denn wäre die Kreditausleihe stärkeren Eigenkapitalanforderungen unterworfen gewesen, hätte sich die europäische Bankenkrise nicht dermaßen zuspitzen können. Ebenso hätte die Staatsschuldenkrise nicht eine derartige Bedrohlichkeit erlangen können, wenn die Staaten in der Vergangenheit ihre Ausgaben stärker mit Steuern statt mit Krediten finanziert hätten. Die verschiedenen Krisen sind also im Kern allesamt Kreditkrisen.

Wenn diese Diagnose korrekt ist, und alles spricht dafür, ist es riskant, die Lösung der Krise in Strategien zu suchen, die sich in einer Refinanzierung von Schulden durch Schulden erschöpfen. Geboten ist weniger eine Umschuldung und noch weniger eine Hebelung von Kreditvolumina, als vielmehr ein Deleveraging, d.h. ein Rückbau von Verschuldung. Allerdings ist nicht ein Deleveraging bei jeder Art von Verschuldung geboten. Notwendig ist allein der Rückbau von Verschuldung im öffentlichen und finanziellen Sektor. Verschuldung in der Realwirtschaft muss selbst bei einem allgemeinen Deleveraging auch zukünftig zu volkswirtschaftlich vertretbaren Konditionen möglich sein. Geboten ist also ein Deleveraging bei Vermeidung einer Kreditklemme für die Realwirtschaft. Um dieses Ziel zu erreichen, sollten – so das Plädoyer dieses Aufsatzes – die Staaten des Euroraums die koordinierte Begebung von Zwangsanleihen in Erwägung ziehen.

Zwangsanleihen gab es in Deutschland schon einmal, und zwar nach dem Ersten Weltkrieg. Damals galt es, Repara-

tionsforderungen zu erfüllen. Ab November 1925 sollte getilgt werden. Zu dieser Zeit hatte aber bereits die Inflation den Realwert aufgezehrt. Die Zwangsanleihe erschien den Zeichnern nachträglich als willkürliche Enteignung von Vermögen. Diese traumatische Erfahrung mag erklären, weshalb Zwangsanleihen in Deutschland kein Thema sind. Sie spricht gleichwohl nicht gegen das Instrument als solches, sondern allenfalls gegen Inflation als Mittel der Schuldenkonsolidierung. Inflation, die erwartet wird, konsolidiert ja nicht. Sie lässt lediglich die Zinsen steigen. Nur unerwartete Inflation kann Schuldenlasten mindern. Solche schafft aber soziale Ungerechtigkeiten. Die Gläubiger werden Opfer einer allen Gerechtigkeitsnormen widersprechenden Enteignung. Umsichtige Menschen haben ihr Vermögen bei Zeiten inflationssicher angelegt. Die bitteren Erfahrungen, die die Bevölkerung mit den ungerechten Folgen einer unkontrollierten Inflation gemacht hat, sind der Grund, weshalb Deutschland in der aktuellen Krise so vehement jede Form der Monetarisierung von Staatsschulden ablehnt.

Die Kosten der Finanzierung von Staatsausgaben durch die Zentralbank sind langfristig unkalkulierbare Inflationsrisiken. Kurzfristig läuft die Monetarisierung auf eine spezielle und besonders schwer zu durchschauende Form von Umschuldung hinaus. Begünstigt werden hierbei die Steuerzahler. Belastet werden die Halter von langfristigen Geldforderungen, und zwar durch eine schleichend wachsende reale Zins- und Tilgungsunsicherheit. In der aktuellen Krise hilft aber keine Verschiebung oder gar Verschleierung von Traglasten. Geboten ist vielmehr eine klärende Zurechnung. Schließlich wird Vertrauen auf den Kapitalmärkten erst dann zurückkehren, wenn den Gläubigern klar ist, wer sich welchen Teil an den nicht trag-



Wolfram F. Richter*

* Prof. Dr. Wolfram F. Richter ist Inhaber des Lehrstuhls Öffentliche Finanzen an der Technischen Universität Dortmund.

fähigen Schulden des öffentlichen und finanziellen Sektors zurechnen muss. Die Begebung von Zwangsanleihen wäre ein Beitrag zur überfälligen Klärung.

Um die Vorzüge von Zwangsanleihen bei der Bewältigung der aktuellen Kreditkrise besser würdigen zu können, sollen zunächst scheinbar näher liegende Politiken diskutiert und im Ergebnis verworfen werden.

Zwang muss bei Anleihen dann ausgeübt werden, wenn die Bedienung nicht marktgerecht ist. Die Verweigerung einer marktgerechten Bedienung verfolgt hier den offenkundigen Zweck, einen Beitrag zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte zu leisten. Die Begebung einer Zwangsanleihe läuft also auf eine einmalige Abgabe hinaus. Sie steht damit in Konkurrenz zu herkömmlicheren Mitteln der Haushaltskonsolidierung und muss daher besonders begründet werden.

Der wachstumsförderlichste Weg der Haushaltskonsolidierung führt nicht über Abgabenerhöhung, sondern über Ausgabensenkung. Letztere muss folglich haushaltspolitisch gegenüber einer Einnahmegenerierung stets Vorrang genießen. Den Möglichkeiten der konjunkturell vertretbaren Ausgabensenkung sind allerdings kurzfristig Grenzen gesetzt, wie nicht zuletzt der Fall Griechenlands der Welt drastisch vor Augen führt. Vor diesem Hintergrund kommt man nicht umhin, über zusätzliche staatliche Einnahmen nachzudenken.

Nun zählt die Zwangsanleihe nicht eben zum Standardarsenal der fiskalischen Einnahmeerzielung. Andere Abgaben, insbesondere Steuern vom Einkommen und vom Verbrauch, dominieren bei der Finanzierung von Staatsausgaben. Ihr großer Vorteil liegt in der Breite der Bemessungsgrundlage, weshalb die Steuersätze klein sein können und die verzerrenden Wirkungen vergleichsweise gering ausfallen. In der aktuellen Lage hat eine stärkere Anspannung der üblichen Steuerquellen allerdings große und bedenkenswerte Nachteile.

Für eine Anpassung der Einkommensteuer spricht zunächst die Verteilung der Lasten nach Leistungsfähigkeit. Dieser Vorteil ist nicht gering zu schätzen, da er der Politik hilft, eine breite Zustimmung für die Steueranhebung zu sichern. Er wird gleichwohl von anderen Nachteilen dominiert. Die Anhebung der Einkommensteuer wird

- die Nettolöhne reduzieren, was sich für das Arbeitsangebot dämpfend und für die Wachstumskräfte lähmend auswirken dürfte;
- die Schwarzarbeit befördern;
- die Absenkung der Arbeitskosten, die für eine Wiedererlangung verloren gegangener Wettbewerbsfähigkeit unverzichtbar ist, eher erschweren.

Eine substantielle Steigerung der Ausfuhr von Gütern und Dienstleistungen wird man auf diesem Weg nicht erwarten dürfen. Sofern eine Verbesserung der Leistungsbilanz wünschenswert erscheint – was zwar nicht für Deutschland gilt, aber für andere Staaten des Euroraums umso mehr – müsste die Verbesserung allein von dem zu erwartenden Rückgang der Einfuhren getragen werden.

Mit Blick auf die Bekämpfung von Leistungsbilanzdefiziten wäre eine moderate Senkung der Lohnsteuer, die mit einer umso kräftigeren Anhebung der Mehrwertsteuer kombiniert wird, vorzuziehen. Diese Strategie würde die Steuerbelastung von der Einkommensentstehung auf die Einkommensverwendung verlagern. Zu erwarten wäre, dass nicht nur die Einfuhren zurückgehen. Vielmehr bestünde bei Verzicht auf kompensierende Lohnsteigerungen Hoffnung auf eine Senkung der Lohnkosten und als Konsequenz eine Zunahme der Ausfuhren. Dennoch bleiben gravierende Nachteile, weshalb auch diese Lösungsstrategie nicht empfohlen werden kann:

- Die Politik dürfte als nicht verteilungsgerecht wahrgenommen werden.
- Die sinkenden Reallöhne dürften auch in diesem Fall das Arbeitsangebot dämpfen und die Wachstumskräfte lähmen.
- Die Schwarzarbeit dürfte sich ausdehnen.
- Vor allem aber dürfte Cross-border-shopping zunehmen. Bei substantiellen MwSt-Satzerhöhungen müsste man folglich zu Grenzkontrollen zurückkehren. Das würde den gemeinsamen Binnenmarkt infrage stellen und wäre für Europa ein dramatischer Integrationsrückschritt.

Von einer Anhebung der Steuern vom Einkommen und vom Verbrauch darf man sich also keinen allzu großen Beitrag zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte in Krisenländern erhoffen, wenn man nicht die Rückgewinnung der Wettbewerbsfähigkeit und die Funktionsfähigkeit des Binnenmarkts gefährden will. Diese ernüchternde Erkenntnis mag rechtfertigen, als Option auch eine Vermögensabgabe in Erwägung zu ziehen. Bevor im Weiteren für eine einmalige Vermögensabgabe in Form einer Zwangsanleihe plädiert wird, sollen aber zunächst die Nachteile der Vermögensbesteuerung wenigstens genannt werden. Eine Steuer auf Vermögen läuft schließlich auf eine Doppelbesteuerung von Kapitaleinkommen hinaus, was bei betrieblich genutztem Vermögen besonders problematisch ist. Die Investitionstätigkeit wird durch die Verteuerung der Kapitalkosten gedämpft, was in der Situation, in der sich die kriselnden Euroländer befinden, geradezu kontraproduktiv erscheint.

Dieser Einwand betrifft indessen nur die Wirkung, die die Vermögensteuer auf Neuinvestitionen hat. Er verliert in dem Maße an Gewicht, wie glaubhaft sichergestellt werden kann,

dass die Vermögensabgabe lediglich bereits getätigte Investitionen belastet. Daher wird hier auch nicht die Einführung einer Vermögensteuer in Erwägung gezogen, sondern lediglich die Erhebung einer einmaligen Vermögensabgabe. Der Begriff der Steuer beinhaltet im Gegensatz zu dem der einmaligen Abgabe die wiederkehrende Erhebung.

Nun wird man einwenden, dass der Unterschied zwischen einer einmaligen Abgabe und einer regelmäßig erhobenen Steuer politisch nicht sonderlich groß ist. Die Gefahr ist in der Tat nicht zu verkennen, dass eine einmalige Abgabe lediglich den Einstieg in eine wiederkehrende Steuer bedeutet. Dieser Einwand politisch mangelnder Glaubwürdigkeit ist bedenkenwert. Genau deswegen sind aber auch Lösungen vorzuziehen, die der mangelnden Glaubwürdigkeit entgegenwirken. Die Zwangsanleihe bietet sich in diesem Zusammenhang an. Einen gegebenen Vermögensteuersatz stellt man in seiner Höhe politisch schneller infrage als das Versprechen der Einmaligkeit einer Zwangsanleihe.

Von Vorteil sollte es auch sein, wenn möglichst viele, wenn nicht gar alle Länder des Euroraums Zwangsanleihen koordiniert aufliegen. Eine abgestimmte Vorgehensweise reduziert nicht nur die Gefahr von Ausweichhandlungen auf Seiten der betroffenen Bürger. Die Politikkoordinierung dürfte auch helfen, das Problem mangelnder Glaubwürdigkeit zu entschärfen. Schließlich wird schon die Begebung einer einmaligen Zwangsanleihe auf allergrößte politische Widerstände stoßen und allenfalls als koordinierte Maßnahme in einer Ausnahmesituation den Bürgern der Euroländer vermittelbar sein. Eine Wiederholung der Aktion ist dagegen aus heutiger Sicht politisch unvorstellbar.

Die Zwangsanleihe hat weitere Vorteile:

- Die Wahl der Verzinsung leistet in dem Maß einen Beitrag zur Haushaltskonsolidierung, wie sie hinter der marktmaßigen zurückbleibt. Daher kann die Verzinsung den spezifischen Erfordernissen des jeweiligen Landes angepasst werden.
- Der Erlös aus dem Verkauf einer Zwangsanleihe lässt sich nutzen, um öffentliche Anleihen bei Fälligkeit zu refinanzieren. Soweit sich die fälligen Anleihen im Besitz von Banken befinden, wird jenen ein Solvenz schonendes Deleveraging ermöglicht, das sich auf die Staatsfinanzierung beschränkt und die Realwirtschaft vor einer Kreditklemme schützt.
- Die Lösung der Liquiditäts- und Solvenzprobleme der Staaten lässt sich mittels zeitlicher Profilierung der Kupons in transparenter Weise zeitlich entzerren. Ein Aufschub von Zinszahlungsversprechungen entlastet die Staaten kurzfristig. Ein progressiv steigender Verlauf der Zinsen erhöht dagegen mittelfristig den budgetären Konsolidierungsbedarf und verschärft den politischen Handlungsdruck.

- Bei einer einmaligen Vermögensabgabe/Zwangsanleihe sollte das Arbeitsangebot wegen des Einkommenseffekts eher zu- als abnehmen. Dadurch sollten sich lähmende Auswirkungen auf die Wirtschaftsdynamik besser verhindern lassen als durch eine Anhebung der Steuern vom Einkommen oder vom Verbrauch.

Die politische Herausforderung liegt bei Zwangsanleihen in der Bemessung der Zahlungspflicht. Nicht zwingend, aber naheliegend sind eine Verpflichtung nach dem Wohnsitz und eine proportionale Bemessung nach dem persönlichen Vermögen. Man wird einwenden, dass die Erfassung von Vermögen kompliziert ist und administrativ aufwendig, und zwar vor allem dann, wenn eine breite Bemessungsgrundlage angestrebt wird, wie es ökonomisch wünschenswert ist. Dieser Einwand lässt sich indessen mit dem Hinweis entkräften, dass es reichen sollte, ein allgemeines Gesetz mit einer rückwirkenden Stichtagsregelung zu verabschieden. Die bemessungstechnischen Details lassen sich bei einer einmaligen Maßnahme auch nachträglich regeln.

Zwangsanleihen wird man nicht ohne eine begrenzte Mitwirkung der EZB aufliegen können. Schließlich müssen die Bürger im Euroraum in die Lage versetzt werden, Zwangsanleihen zu zeichnen. Das werden sie aber nur bei entsprechender Liquidität tun können. Eine naheliegende Möglichkeit der Vermeidung von Illiquidität besteht in der Stundung der Zahlungsfälligkeit. Die bei Stundung gewährten Konditionen müssten allerdings restriktiv und marktgerecht sein, wenn die Funktion der Zwangsanleihe geschwächt werden soll. Zusätzlich sollte indessen die Beleihbarkeit der Zwangsanleihen ermöglicht werden. Diese erfordert in letzter Konsequenz eine Refinanzierungsgarantie der EZB. Es ist aber allemal besser, dass die EZB das Risiko des Zahlungsausfalls einzelner Bürger trägt als das ganzer Staaten. Auch kann man erwägen, die Garantie auf den Nominalwert der Zwangsanleihen zu begrenzen. Dann würde der Fortschritt der Zeit die Unabhängigkeit der EZB automatisch wieder herstellen.

Das größte Hindernis bei der Begebung von Zwangsanleihen dürfte in Deutschland die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts darstellen.¹ Und zwar entschied das höchste Gericht mit Urteil vom 6. November 1984, dass dem Bund nach dem Grundgesetz die Ermächtigung fehlt, die Bürger mit Zwangsanleihen zu belasten. Damit war der Versuch der im Herbst 1982 neu gebildeten Bundesregierung Kohl/Genscher gescheitert, der sich damals verschlechtern den wirtschaftlichen Entwicklung durch zusätzliche finanzielle Förderung des Wohnungsbaus zu begegnen und zu diesem Zweck die Besserverdienenden mit einer unverzinslichen, rückzahlbaren Abgabe zu belasten.

¹ Für einen entsprechenden Hinweis sei Stefan Homburg gedankt.

Allerdings sind die politischen Herausforderungen heute von nicht zu vergleichender Dimension. Jedenfalls dürfte die Ablösung von Staatsschulden durch Zwangsanleihen die aus deutscher Sicht eindeutig zu präferierende Option sein, wenn die politischen Alternativen in der Vergemeinschaftung von Staatsschulden bestehen, und zwar unabhängig davon, ob die Schulden monetarisiert oder durch Eurobonds ersetzt werden. Gleichwohl ist einzuräumen, dass die Politik bei der Begebung von Zwangsanleihen vor der nicht einfachen Aufgabe steht, einen verfassungsrechtlich unangreifbaren Weg zu finden.

Nun darf sich eine Lösung der aktuellen Kreditkrisen nicht auf die Korrektur vergangener Fehlentwicklungen beschränken. Vielmehr muss sichergestellt werden, dass sich vergleichbare Fehlentwicklungen nicht wiederholen. Die Politik hat das grundsätzlich erkannt und Maßnahmen in die Wege geleitet, die darauf zielen, eine nicht tragfähige Verschuldung wenigstens zukünftig in zwei zentralen Bereichen zu unterbinden. Der eine Bereich betrifft die Banken, die verschärften Eigenkapitalerfordernissen unterworfen werden sollen. Der andere Bereich betrifft die staatlichen Haushalte in der EU, für die die Verschuldungsregeln verschärft werden sollen. Derzeit sind nur wenige der vielen Ankündigungen rechtlich wirksam umgesetzt. Vieles beschränkt sich auf politische Absichtserklärungen. Von daher bleibt abzuwarten, ob die erwogenen Maßnahmen die ihnen zugeordneten Wirkungen tatsächlich entfalten.

Aber selbst wenn diesbezügliche Zweifel unterdrückt werden, muss man sich mit der Tatsache auseinandersetzen, dass eine wesentliche Quelle nicht tragfähiger Verschuldung weiterhin ungebremst sprudeln kann. Es handelt sich dabei um Verschuldung, die im privaten Bereich dann entsteht, wenn überzogene Lohnabschlüsse den Menschen unrealistische Signale über Einkommensperspektiven geben. Entsprechende Fehlentwicklungen hat es in den Peripherieländern des Euroraums gegeben, und sie lassen sich auch in der Zukunft nur schwer ausschließen. Bei währungspolitischer Autonomie gäbe das weniger Anlass zur Besorgnis. Es ist der große Vorteil einer eigenen Währung, dass diese bei einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit selbstheilende Wechselkursanpassungen auslöst. Umgekehrt liegt das große Problem einer gemeinsamen Währung darin, dass sich lohnpolitische Fehlentwicklungen in einzelnen Ländern oder Regionen über längere Perioden ungebremst aufbauen können. Zwar hat die Politik auch dieses Problem als solches erkannt, es ist aber völlig unklar, mit welchen Instrumenten lohnpolitische Fehlentwicklungen zukünftig vermieden bzw. korrigiert werden sollen. Eine europäische Überwachung der nationalen und regionalen Tarifpolitiken ist jedenfalls ökonomisch und rechtlich gleichermaßen problematisch. Von daher kommt man nicht umhin, über Wege nachzudenken, wie interessierten Euroländern die Rückkehr zu einer eigenen Währung ermög-

licht werden kann, ohne im übrigen Währungsraum größere Verwerfungen auszulösen.

Am vielversprechendsten erscheint die Rückkehr zur eigenen Währung durch die Einführung einer Parallelwährung (für eine Darstellung der Vorteile vgl. Meyer et al 2011). Allerdings ist dieser Weg wohl nur dann gangbar, wenn zuvor die nicht tragfähige Verschuldung abgebaut wurde. Ohne Maßnahmen, die die Altverschuldung in Euro der landespezifischen Schuldentragfähigkeit anpassen, werden jedenfalls die öffentlichen Haushalte und Banken – aber auch die privaten Unternehmen – lediglich in die Insolvenz getrieben. Insofern ist eine auf Deleveraging zielende Politik selbst dann unverzichtbar, wenn der Austritt aus dem Euro unumgänglich erscheint. Haushaltskonsolidierung und Deleveraging im Bankensektor haben also währungspolitischen Maßnahmen vorauszugehen. Die Begebung von Zwangsanleihen würde die überfällige Neuordnung des Euroraums erleichtern.

Literatur

- Meyer, D., M. Vogelsang, A. Beer und A. ten Dam (2011), »Eurokrise: Ist eine temporäre Einführung einer Parallelwährung in den Krisenstaaten eine Lösung?«, verschiedene Diskussionsbeiträge, *ifo Schnelldienst* 64(23), 12–15.
 Richter, W.F. (2011), »Zwangsanleihen – Ein Beitrag zur Konsolidierung«, *Handelsblatt*, 25. November.
 Sinn, H.W. (2009), *Kasino-Kapitalismus*, 2. überarb. Aufl., Econ, Berlin.