



GEFÄHRLICHE GEDANKENSPIELE ÜBER STAATSSCHULDEN: SCHULDENSCHNITT BEI DER EZB IST KEINE LÖSUNG

Dr. Jörn Quitzau

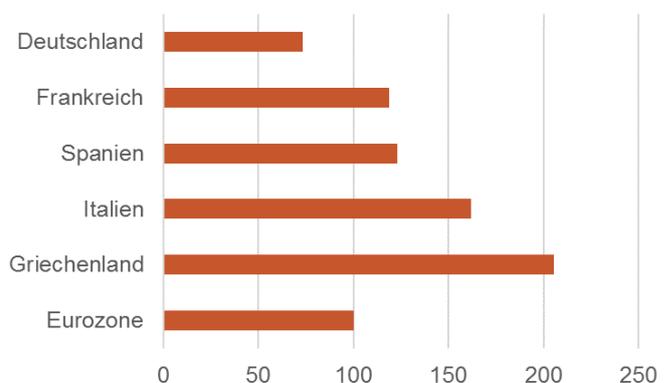
Sollten Staaten die niedrigen Zinsen nutzen, um sich stärker zu verschulden? Und wie stark können die Schulden steigen, ohne dass die Staaten in finanzielle Bedrängnis geraten? Unter Ökonomen sind die Antworten umstritten. Die Wissenschaft liefert keine eindeutigen Antworten. Einige Ökonomen argumentieren, mehr Schulden wären das Gebot der Stunde, weil sie ein gutes Geschäft sind, wenn die Rate des Wirtschaftswachstums über dem zu zahlenden Zins liegt. So lange dies der Fall ist, könne der Staat Investitionen tätigen und aus den Investitionserträgen die Zinsen zahlen sowie einen Teil der Schulden tilgen. Die Ideen reichen so weit, dass Deutschland einen kreditfinanzierten Staatsfonds auflegen könnte, um mit billigsten Krediten Zinsdifferenzgeschäfte zu finanzieren.¹

Andere Ökonomen argumentieren, der Staat solle sich auch in Zeiten extrem niedriger Zinsen mit der Schuldenaufnahme zurückhalten, weil die Gefahr groß sei, dass das Geld nicht in Investitionen, sondern in den Konsum (z.B. höhere Sozialleistungen) fließt. Zudem ließen sich Investitionen auch aus den bestehenden Steuereinnahmen finanzieren. Dafür wäre es aber notwendig, andere Posten im Haushalt zu kürzen, was bei den betroffenen Gruppen auf Widerstand stößt und politisch deshalb schwierig ist. Die Finanzierung über höhere Schulden gilt deshalb als politisch bequemer. Ob zusätzliche Staatsausgaben sinnvoll sind, ist aus dieser Perspektive somit keine Frage des Zinsniveaus, sondern der politischen Disziplin, die zur Verfügung stehenden (Steuer-) Mittel investiv (also für die Zukunft) und nicht konsumtiv (also für die Gegenwart) auszugeben.

Während sich die Frage, ob mehr Schulden aufgenommen werden sollten, aus Sicht der Wissenschaft nicht eindeutig beantworten lässt, zeigen die Diskussionen der letzten Zeit, dass hohe Schulden in der Praxis immer mehr zum Problem

werden. Ob gemeinsame EU-Schulden (um die hochverschuldeten EU-Länder zu entlasten), die Diskussion über die Ausgabe „Ewiger Anleihen“ (für die nur noch Zinsen zu zahlen, aber keine Tilgung mehr zu leisten wäre) oder jüngst die Forderung, die in den Büchern der EZB liegenden Staatsanleihen einfach zu streichen – alle Ansätze zeigen, dass zu hohe Staatsschulden zu einer erdrückenden Last werden können. Insofern führt die Frage, ob sich Regierungen angesichts niedriger Zinsen höher verschulden sollten, mindestens für die bereits hoch verschuldeten Länder zu einer rein akademischen Diskussion.

Abb. 1: Staatsschulden in der Eurozone im Jahr 2020



In % des BIP. Quelle: IWF

Der Vorschlag einer Gruppe von Ökonomen² und von einigen Politikern, die Schulden bei der EZB zu streichen, ist besonders gefährlich. Mindestens vier Gründe sprechen gegen den Vorschlag:

1. Er widerspricht dem Geist der Währungsunion und wohl auch dem Vertrag der Europäischen Union. Monetäre Staatsverschuldung gilt gemäß Artikel 123, Absatz 1 AEUV als verboten. Das Streichen der auf dem Sekundärmarkt erworbenen Staatsschulden wäre aber genau das: monetäre Staatsfinanzierung.

¹ Vgl. [Wirtschaftsdienst-Zeitgespräch: Ein Zukunftsfonds für Deutschland?](#) In: *Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 2019, Heft 8 · S. 527–545.

² Vgl. [Annuler les dettes publiques détenues par la BCE pour reprendre en main notre destin.](#)

2. Das Experiment wäre fiskalisch weitgehend wirkungslos.³ Die EZB-Anleihekäufe werden hauptsächlich von den nationalen Zentralbanken vorgenommen, sodass die Regierungen die Zinsen auf diesen Teil der Staatsschulden an ihre eigene Zentralbank zahlen. Die Zinszahlungen erhöhen den Gewinn der Notenbank. Da der Notenbankgewinn an den Staat ausgezahlt wird, handelt es sich quasi um ein Nullsummenspiel: Werden die Staatsschulden in den Büchern der Notenbanken gestrichen, dann würden die Regierungen zwar Ausgaben für die Zinsen sparen, dadurch aber einen entsprechend niedrigeren Notenbankgewinn erhalten.
3. Zudem wäre ein solcher Schuldenschnitt gefährlich: Er könnte als Testlauf für einen weitergehenden Schuldenschnitt verstanden werden, an dem später auch private Investoren beteiligt werden sollen. Private Gläubiger würden aus den betroffenen Staatspapieren flüchten, die Risikoaufschläge insbesondere der hochverschuldeten Länder würden steigen. Der Vorschlag hat also das Potential, eine neue Staatsschulden- und Eurokrise auszulösen.
4. Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank würde ihrer Wirksamkeit beraubt. Anleihekaufprogramme der EZB würde in den fiskalisch stabileren Ländern noch kritischer beäugt als in der Vergangenheit und könnten als geldpolitisches Steuerungsinstrument verbrannt sein.

Zu den guten Sitten des Wirtschaftslebens gehört es, Verträge einzuhalten. Das gilt auch für Staatsschulden. Auch wenn sie noch so sehr belasten mögen, führt es zum Vertrauensbruch, wenn Zins und Tilgung nicht mehr erfolgen. Die Folge sind kurzfristig Marktunruhen und langfristig höhere Risikoprämien, also höhere Finanzierungskosten. Einfache Lösungen helfen also nicht weiter, vielmehr bewirken sie das Gegenteil. Der beste Weg, die Schuldenlast zu verringern, ist aus ihnen herauszuwachsen. Wachstumsfreundliche Reformen sind politisch zwar unbequem, doch sie sind das beste Instrument, das Schuldenproblem nachhaltig zu lösen.

³ Siehe dazu ausführlicher: Schmieding, Holger (2020), [Cancelling ECB-held debt? The worst idea of the year](#). Berenberg Macro View vom 01.12.2020.



IMPRESSUM

Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

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

London

Christopher Dembik
+44 20 3207 -2684 | christopher.dembik@berenberg.com

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:

Geld & Währung
Konjunktur
► Trends

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 beschriebene 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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 15.02.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de