

Coronabonds, das Anschreibheft und Leukerbad

Es geht um Vertrauen

Derzeit wird viel über gemeinsame Anleihen der Euro-Länder diskutiert. Mit dem Schlagwort „Vergemeinschaftung“ (ein Wortungetüm) wird die Vorstellung verbunden, dass alle Eurostaaten gemeinsam für die aufgenommenen Kredite haften. Das klingt zunächst harmlos, verwandelt sich hierzulande in populistischer, zynischer Ausprägung aber schnell zu „die Nordstaaten schaffen, die Südstaaten raffen“. Aber dürfen wir unseren Nachbarländern dieses Misstrauen entgegenbringen?

Ein Kredit ist stets eine Sache des Vertrauens. Das Vertrauen manifestiert sich an den Kapitalmärkten im jeweiligen Zinssatz, der die vermutete Bonität des Schuldners beschreibt. Das ist das Grundprinzip des „Rating“. Ausschlaggebend für die Bonität ist zum einen die Kredithistorie, d.h. die Frage, ob bei früheren Krediten der Schuldendienst und die Rückzahlung rechtzeitig erfolgten. Zum zweiten ist es aber auch eine Prognose in die Zukunft, ob der Schuldner auch in der Lage sein wird weiterhin die Kredite pünktlich zu bedienen. Reduziert wird das Risiko für den Kreditgeber, wenn der Schuldner eine Sicherheit stellen kann (so das Prinzip des Immobilienkredits bei, wie die Finanzkrise gelehrt hat, realistischer Bewertung der Sicherheit oder aber auch der frühere Goldstandard)) oder über einen Ausfallbürgen verfügt. Dieser muss selbstverständlich über eine gute Bonität verfügen.

Bevor jedoch über Coronabonds gesprochen wird, sei hier ein Blick in die nicht allzu ferne Vergangenheit geworfen: Noch in den 50er Jahren gab es beim Kaufmann die Möglichkeit anschreiben zu lassen. Er hatte in seiner Schublade für jede Familie, die anschreiben ließ, ein Heft, in das er die täglichen Einkaufssummen eintrug. An Ultimo, wenn die Lohntüte kam, wurde abgerechnet. Das Vertrauen des Kaufmanns basierte dabei nicht nur auf dem bisherigen Zahlungsverhalten der Schuldner sondern auch auf seinem persönlichen Eindruck. Das System konnte aber nur funktionieren, wenn niemand es kriminell ausnutzte.

Der zweite Fall spielt in der Schweiz. Dort war es üblich, dass die kleineren Gemeinden ihre Kreditaufnahme über die Emissionszentrale Schweizer Gemeinden abwickelten. Die Emissionszentrale bündelte die Kreditnachfrage der Gemeinden und konnte damit – die Größenvorteile nutzend – günstigere Kreditbedingungen erzielen. Das System funktionierte viele Jahre sehr gut und galt auch für Deutschland als ein interessantes Modell. Doch Ende der 90er Jahre kam der Fall Leukerbad. Die kleine Gemeinde hatte einen unvorstellbar hohen Schuldenberg (unter Einschluss der kommunalen Betriebe waren es mehr als 200.000 Franken je Einwohner) angehäuft und konnte Zins und Tilgung nicht mehr leisten. Mit den Schulden wurden Investitionen bezahlt, die Leukerbad eine goldene touristische Zukunft sichern sollten (Rheinland-Pfälzer mögen hier an den Nürburgring denken). Nur dieses goldene Zeitalter blieb aus.

Jetzt setzte der Mechanismus ein, über den sich vorher wohl niemand so recht Gedanken gemacht hatte. Denn in den Bedingungen der Emissionszentrale war

nicht nur geregelt, welcher Kreditbetrag auf welche Gemeinde entfiel. Es war auch festgelegt, welchen Anteil jede Gemeinde übernehmen musste, falls ein Zahler ausfallen würde; diese Haftungsgemeinschaft basierte auf gegenseitigem Vertrauen. Als aber Leukerbad 1998 unter Zwangsverwaltung des Kantons gestellt wurde, war das Vertrauen zerstört. Im Ergebnis mussten u.a. 9 Gemeinden des Kantons Zürich rd. 2 Mio. Franken zur Abdeckung des Kreditausfalls übernehmen. Das war das (vorläufige) Ende der Emissionszentrale. Das Fehlverhalten eines Beteiligten führte zum Zusammenbruch dieses Finanzierungsmodells. Die Emissionszentrale versuchte zwar, über eine Versicherung eine Abdeckung eines gewissen Ausfallrisikos zu erreichen; doch die Versicherungsprämie verteuerte die Konditionen für die Gemeinden, so dass der Zinsvorteil der Emissionszentrale geschmälert oder gar aufgezehrt wurde. Inzwischen hat die Emissionszentrale ihr Geschäft eingestellt.

Was bedeutet das nun für Coronabonds? Bisher versorgen sich die Euro-Staaten einzeln an den Kapitalmärkten mit Krediten. Es gibt zwar eine gemeinsame Währung, den Euro, doch für die Kapitalgeber ist für ihre Entscheidungen ausschlaggebend, welcher Staat für den aufgenommenen Kredit bürgt. Daher gibt es an den Kapitalmärkten „Deutschland-Bonds“, „Italien-Bonds“ oder „Österreich-Bonds“. Das Vertrauen in die Schuldner ist aber unterschiedlich hoch. Daher können einige Länder – wie Deutschland – sehr günstige Konditionen erzielen, andere dagegen nicht.

Die Idee hinter der Einführung gemeinschaftlicher Anleihen ist im Grunde sehr einfach. Wenn mehrere Staaten gemeinsam an den Kapitalmarkt gehen, könnten jene Staaten mit geringerer Bonität u.U. bessere Konditionen erhalten. Das ist das, was von der Corona-Epidemie besonders betroffene Staaten von der Euro-Gemeinschaft einfordern. Solange jeder teilnehmende Staat für den Schuldendienst seines Kreditanteils einstehen muss, wird eine „Mischbonität“ erreicht, die für Deutschland höhere, für z.B. Italien jedoch niedrigere Zinsen bedeutet. Das wäre ein indirekter Transfer von Deutschland nach Italien (das würde im Übrigen auch für Griechenland in der Flüchtlingskrise gelten). Würde einer Beteiligten seinen Verpflichtungen nicht nachkommen, wäre dies das Aus für das Geschäftsmodell.

Richtig gute Zinskonditionen könnten sich alle Beteiligten sichern, wenn die Kreditgeber mit keinem Ausfallrisiko rechnen müssten. Das wäre dann der Fall, wenn die beteiligten Staaten untereinander vereinbaren – und dies auch den Kreditgebern garantieren – dass sie für den Ausfall eines Gläubigers gemeinsam einstehen (gesamtschuldnerische Haftung). Das würde bedeuten, dass – bei 6 teilnehmenden Staaten – beim Ausfall eines Staates die übrigen 5 den dann offenen Schuldendienst übernehmen. Das war in der Schweiz der Fall. Das würde also für Deutschland ggf. ein Nachschussrisiko bedeuten. Auch das wäre – nunmehr allerdings offen – ein Finanztransfer von Deutschland in andere Länder. Es ist offenbar dieses Szenario, das die Bundesregierung fürchtet.

Doch lassen sich Coronabonds mit dem Fall Leukerbad vergleichen? Ist die einzelwirtschaftliche Sicht, die für die Emissionszentrale und die Schweizer Kommuni-

nen galt, auf die Gesamtwirtschaft überhaupt übertragbar? Wohl kaum, denn den potentiellen Risiken einer „Vergemeinschaftung“ von Krediten stehen die Risiken einer Wirtschaftskrise in einigen Staaten mit wahrscheinlich viel größeren Auswirkungen auch auf unsere Volkswirtschaft gegenüber. Man muss also gar nicht erst an die Solidarität appellieren (obwohl auch das geboten ist); vielmehr ist es ein rationales Kalkül Staaten mit dem Instrument der Coronabonds zu stützen, um den europäischen Markt – von dem Deutschland besonders profitiert – funktionsfähig zu erhalten. Schließlich: Kein Staat würde es wagen, unverantwortlich zu handeln – denn dann wäre er zum letzten Mal bei den Coronabonds dabei gewesen.

Zwei Besonderheiten müssen noch beachtet werden. Zum einen kann es nicht zu einer „Vergemeinschaftung“ aller bereits bestehenden Staatsschulden kommen – denn der Schuldenstand setzt sich aus vielen Einzelverträgen mit Gläubigern zusammen, die nicht einfach außer Kraft gesetzt werden können. Vielmehr geht es um neue Kredite, die im Übrigen auch Deutschland zur Umschuldung auslaufender Kredite braucht. Zum zweiten müssen nicht alle Euroländer¹ jedes Mal an einer gemeinsamen Kreditaufnahme teilnehmen; es sind vielmehr Vereinbarungen zwischen den Staaten von Fall zu Fall zu treffen. Nach diesem Modell arbeiten z.B. die deutschen Länder mit ihren „Jumboanleihen“, bei denen es keine gesamtschuldnerische Haftung gibt.

Inzwischen haben auch mehrere deutsche Städte (keineswegs die besonders finanzstarken) nach dem gleichen Prinzip Gemeinschaftsanleihen aufgenommen, zunächst vor allem im Ruhrgebiet. Sie waren bisher erfolgreich, wobei ein wichtiges Argument die Gewinnung zusätzlicher Kreditgeber (z.B. Versicherungen) war. Für die Kreditgeber wiederum spielte die Annahme, dass die Länder Kommunen bei Zahlungsschwierigkeiten beistehen würden (obwohl sie dazu rechtlich nicht verpflichtet wären), eine besondere Rolle. Die Städte haben also gezeigt, dass es – bei gutem Willen aller Beteiligten – funktionieren kann. Auch die Darlehensgemeinschaft rheinland-pfälzischer Landkreise verlief nach dem gleichen Prinzip. Aber auch diese Modelle wären bei einem Ausfall eines Kreditanteils hinfällig.

Kann es eine Empfehlung geben? Ja, so wie bei der ersten gemeinschaftlichen Stadtanleihe von Nürnberg und Würzburg, könnten z.B. Deutschland und Italien testen, wie die Märkte auf eine Gemeinschaftsanleihe – ohne gesamtschuldnerische Haftung – reagieren würden. Statt nutzloser Konferenzen, bei denen sich alle Staaten in ihre jeweiligen „Schützengräben“ verziehen, wäre ein solcher Versuch sinnvoll – auch wenn er Deutschland etwas teurer zu stehen kommen würde. Etwas höhere Zinsen in Deutschland wären dabei volkswirtschaftlich nicht das Schlechteste, denn Sparer, Lebensversicherungen, Pensionskassen und – oft übersehen – Stiftungen brauchen sichere und verzinsliche Anlagen.

¹ Die Annahme, die EU könne solche Bonds auflegen, geht fehl; denn zum einen sind nicht alle EU-Mitglieder Euro-Länder, zum anderen darf die EU keine Kredite aufnehmen.

Zum Abschluss sei die Frage erlaubt, was aus Europa nach 1945 geworden wäre, wenn die USA nach solchen Maßstäben über die Marshall-Plan-Hilfen (die zu einem beträchtlichen Teil aus zinsverbilligten Krediten bestanden) diskutiert hätten...

März 2020