

Monetäre Staatsfinanzierung mit Folgen

Wenn Parlamentarier höhere Gewinnausschüttungen der Nationalbank fordern, Kritiker im Euroraum mehr «Quantitative Easing» oder Helikoptergeld verlangen und andere Stimmen monetäre Staatsfinanzierung monieren, dann steht die Beziehung zwischen Geld- und Fiskalpolitik zur Debatte. Eine Auslegeordnung. *Dirk Niepelt*

Abstract Staatliche Defizite werden durch die Ausgabe von Anleihen oder die Emission von Geld, das heisst monetär, finanziert. Monetäre Staatsfinanzierung ist alltäglich, auch in der Schweiz; «Helikoptergeld» oder «Quantitative Easing»-Programme verleihen ihr neue Dimensionen. Die Ausschüttungspolitik der Schweizerischen Nationalbank hat keinen bedeutenden Einfluss auf die finanzielle Position von Bund und Kantonen. Geldpolitik definiert sich über Ziele und Instrumente, nicht über Wirkungen. Solide Geldpolitik verfolgt Stabilitätsziele.

Seit Zentralbanken ihre Bilanzen krisenbedingt immer weiter ausweiten, stossen sie damit auf Kritik.¹ Während in der Schweiz vor allem die daraus resultierenden tiefen Zinsen moniert werden, befürchtet man in der Eurozone negative Folgen der Vermengung von Geld- und Fiskalpolitik sowie monetärer Staatsfinanzierung.

Letztere Bedenken werden hierzulande kaum geteilt, im Gegenteil: Die von der Schweizerischen Nationalbank (SNB) in den letzten Jahren erzielten Gewinne wecken zunehmend Begehrlichkeiten. Parlamentarier verschiedener Parteien drängen darauf, die Überschüsse zur Sanierung der Sozialversicherungen, zum Abbau von Corona-Schulden oder für andere Zwecke zu verwenden. Aber würden höhere SNB-Ausschüttungen die öffentlichen Finanzen wirklich entlasten? Und bliebe die Aufgabenteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik gewahrt?

Geld ist Staatsschuld

Zur Beantwortung dieser Fragen bietet es sich an, die konsolidierte Bilanz des Staates zu betrachten. Forderungen der Notenbank, der öffentlichen Haushalte und der staatlichen Sozialversicherungen untereinander spielen in dieser Betrachtung keine Rolle. Relevant sind allein die Vermögenswerte und die Verbindlichkeiten gegenüber Dritten, insbesondere dem Privatsektor.

Die Passiven der konsolidierten Bilanz enthalten neben dem Eigenkapital des Staates Anleihen mit verschiedenen Laufzeiten und

Coupons sowie Geld, das von der Zentralbank emittiert wurde. Zu Letzterem zählen neben Bargeld die von Geschäftsbanken bei der Zentralbank gehaltenen Reserven. Gemeinsam ist Anleihen und Geld, dass sie einen Beitrag zur Finanzierung des Staatshaushalts leisten. Staatsdefizite können also sowohl durch die Herausgabe von Anleihen als auch – monetär – durch die Emission von Geld gedeckt werden. Ein wesentlicher Unterschied zwischen den beiden besteht darin, dass die Verzinsung von Reserven (und üblicherweise auch Bargeld) unter derjenigen von Anleihen liegt. Diesen Zinsabschlag akzeptiert der Privatsektor, weil er die vielseitige Verwendbarkeit des Geldes als Zahlungsmittel schätzt.

Geldschulden sind billiger

Gibt ein Staat Anleihen aus, so verschiebt er damit die Erhebung von Steuern in die Zukunft, denn die Schulden müssen später bedient werden.² Emittiert er hingegen Geld, dann zieht dies aufgrund des erwähnten Zinsabschlags eine tiefere oder gar keine spätere Belastung des Steuerzahlers nach sich. Geldschulden sind also billigere Schulden: Im Vergleich zu Anleihen bringen sie Zinseinsparungen für den Staatshaushalt mit sich.

Dieser Effekt spielt auch dann, wenn die monetäre Finanzierung verzögert erfolgt oder vorübergehender Natur ist. Angenommen, die Zentralbank kauft einer Geschäftsbank ausstehende Anleihen ab, wie

dies im Zuge von Offenmarktgeschäften oder gross angelegten «Quantitative Easing»-(QE)-Programmen geschieht. Der Staat erhält dabei seine ausstehenden Anleihen von der Geschäftsbank zurück und bezahlt dafür mit neu herausgegebenem Geld, betreibt also monetäre Staatsfinanzierung. Selbst wenn diese Portfolioumschichtung nach einiger Zeit rückgängig gemacht wird, entlasten die zwischenzeitlichen Zinseinsparungen die staatliche Rechnung. Je länger das QE-Programm andauert, desto grösser ist der Umfang der monetären Staatsfinanzierung.

Helikoptergeld nichts Neues

Auch «Helikoptergeld», das immer wieder zur Stimulierung von Konjunktur und Inflation gefordert wird, ist eine Spielart der monetären Staatsfinanzierung. Hierbei wird das neu geschöpfte Geld nicht für Käufe, beispielsweise von Anleihen, ausgegeben, sondern es wird verschenkt.

Wenn die Begünstigten des Helikoptergeldes andere staatliche Akteure – zum Beispiel der Bund oder die Sozialversicherungen – sind, dann hat dies keinerlei Auswirkungen auf die konsolidierten Vermögensverhältnisse des Staates. Schliesslich verschenkt der Staat in diesem Fall lediglich Forderungen an sich selbst. Wenn das Helikoptergeld hingegen dem Privatsektor zugutekommt, dann reduziert sich das Eigenkapital des Staates im entsprechenden Umfang, und das Nettovermögen des Privatsektors steigt. Die fiskalischen Auswirkungen sind in diesem Fall dieselben, wie wenn der Transfer durch die Ausgabe von Anleihen finanziert würde, die sofort wieder mit neu geschöpftem Geld von der Zentralbank zurückgekauft werden. Grundlegende Neuerungen bringt Helikoptergeld also nicht mit sich.

Dass monetäre Staatsfinanzierung den staatlichen Zinsendienst verringert, ist ein Vorzug, denn Steuereinnahmen verursachen volkswirtschaftliche Kosten: Die Steuerpflichtigen reagieren mit Steuervermeidung und -hinterziehung, und die

¹ Dieser Artikel orientiert sich an einem Beitrag des Autors in der «Frankfurter Allgemeinen Sonntagszeitung» vom 31. Mai.

² Wenn das Wachstum den Marktzens dauerhaft übersteigt, wie dies einige Ökonomen vermuten, dann gilt dieser Zusammenhang nicht; die Anleihen müssen dann nie zurückgezahlt werden.

Steuerverwaltung beansprucht Ressourcen. Gerade in Ländern mit ausgeprägtem informellem Sektor oder schwachen fiskalischen Institutionen bietet monetäre Staatsfinanzierung daher Vorteile.

Doch dem steht als Nachteil gegenüber, dass monetäre Staatsfinanzierung zur Geldentwertung beiträgt. Denn eine höhere Geldmenge führt tendenziell zu einem Anstieg des Preisniveaus, es sei denn, der Privatsektor fragt mehr Geld nach, wie dies in den letzten Jahren der Fall war. Wenn schnelleres Geldmengenwachstum die Inflation erhöht und in der Folge die Zinsen in die Höhe treibt, kann zudem die Zinsdifferenz zwischen Anleihen und Geld steigen. Die Geldhaltung wird dadurch teurer und für den Privatsektor weniger attraktiv. Um sich dennoch weiterhin finanzieren zu können, muss der Staat dann die Steuern anheben. Oder er kann das Geldmengenwachstum noch stärker beschleunigen, um den steigenden Inflationserwartungen zuvorzukommen und seine Defizite weiterhin monetär zu decken. Derartige Episoden enden in der Regel in einer Hyperinflation.

Monetäre Staatsfinanzierung hat zudem auch Konsequenzen für die Lastenverteilung innerhalb der Gesellschaft. Wo Mittelstand und höhere Einkommensschichten mehrheitlich die Steuerlast tragen, wie dies üblicherweise der Fall ist, und Inflation tiefere Einkommensklassen stärker belastet, dort führt monetäre Staatsfinanzierung zu Umverteilung von unten nach oben. Wenn die Inflation überraschend steigt und sich nicht unmittelbar in höheren Löhnen, Zinsen oder Renten niederschlägt, dann resultiert darüber hinaus eine Umverteilung von Arbeitnehmern zu Arbeitgebern, Gläubigern zu Schuldern oder Rentnern zum Staat.

Ausschüttungen der SNB

Natürlich agieren die verschiedenen Akteure im Staat anders als bislang unterstellt nicht als Einheit. Notenbanken wie die SNB weisen ihre eigene Erfolgsrechnung und Bilanz aus. Doch die konsolidierte Betrachtungsweise behält ihre Gültigkeit, solange die Gewinne (und Verluste) der Zentralbank früher oder später in die Rechnung der öffentlichen Hand einfließen. Und das ist ganz überwiegend der Fall. Bei der SNB zum Beispiel profitieren zwar auch Privataktionäre von einer Dividende, aber die ist auf 6 Prozent des Aktienkapitals begrenzt und dessen Anteil an der Bilanzsumme der SNB ist verschwindend klein.

Ebenso unbedeutend für die fiskalischen Folgen ist, ob die Gewinne der Zentralbank ausgeschüttet oder einbehalten werden. Der

Grund hierfür ist derselbe wie bei einer privaten Aktiengesellschaft: Schüttet diese den Gewinn aus, erhalten die Aktionäre zwar Dividenden, aber der Wert der Gesellschaft sinkt. Behält sie den Gewinn hingegen ein, dann bleibt der Wert erhalten, weil in Zukunft höhere Dividenden ausgeschüttet werden können. Das Gesamtvermögen der Aktionäre ist abgesehen von steuerlichen Aspekten in beiden Fällen dasselbe.

Ähnlich verhält es sich bei einer Zentralbank. Auch ihr Gesamtwert wird nicht mechanisch durch die Ausschüttungspolitik bestimmt. Wenn der Auszahlungsmodus eine Rolle spielt, dann am ehesten deshalb, weil Zentralbanken infolge ihrer Anlagepolitik eine höhere Eigenkapitalrendite als die öffentliche Hand erwirtschaften dürften. Aus finanzieller Sicht wäre es daher für den Staat am profitabelsten, das Eigenkapital der Notenbank möglichst spät zu schmälern, die Ausschüttungen also möglichst lange hinauszuzögern.

Einige Parlamentarier in der Schweiz wollen mit höheren SNB-Ausschüttungen an Bund und Kantone vermeiden, dass die Schulden der öffentlichen Haushalte infolge des Corona-Schocks stark steigen. Höhere, frühere Ausschüttungen der SNB könnten (genauso wie ein Verkauf der SNB-Anteile) das Schuldenwachstum tatsächlich abbremsen. Doch eine finanzielle Entlastung für die Bundes- und Kantonsfinanzen brächte dies, wie erläutert, nur scheinbar mit sich; denn höhere Ausschüttungen in der Gegenwart implizieren tiefere Ausschüttungen in der Zukunft. Höhere Ausschüttungen würden auch die Geldmenge erhöhen. Wollte die SNB diesen Effekt vermeiden, müsste sie Aktiva verkaufen oder andere Verbindlichkeiten emittieren.

Ein anderes Motiv für Forderungen nach höheren SNB-Ausschüttungen ist die Befürchtung, dass ein Anstieg der Schulden zu Ausgabenkürzungen führt – sei es aufgrund institutioneller Faktoren oder infolge politischen Drucks. Sollte diese Sorge berechtigt sein, dann hiesse dies, dass Ausgabenentscheide vom Schuldenstand und nicht vom Vermögen einschliesslich zukünftiger SNB-Ausschüttungen abhängen. Dies mag der Fall und politisch begründet sein. Aus ökonomischer Warte kommt dem Vermögen eine wesentlich grössere Bedeutung als dem Schuldenstand zu.

Schliesslich könnten die Forderungen auch Ausdruck fehlenden Vertrauens in die Anlagepolitik der SNB sein. Falls Parlamentarier die SNB zu einer konservativeren Anlagepolitik drängen wollten, könnten höhere,

frühere Gewinnausschüttungen hierzu einen Beitrag leisten, sofern die Höhe des SNB-Eigenkapitals die Anlageentscheide der SNB beeinflusst.

Unabhängige Zentralbanken

Zentralbanken führen nicht nur eigene Rechnungen, sondern sie sind in der Schweiz und den meisten anderen entwickelten Volkswirtschaften auch weitgehend unabhängig. An den fiskalischen Konsequenzen der Geldpolitik ändert auch dies nichts, unter Umständen aber an den geldpolitischen Entscheidungen.

Die Unabhängigkeit einer Zentralbank und ihre solide Eigenkapitalausstattung dienen dazu, kurzfristig motivierte politische Einflussnahme abzuwehren. Wie die Fesseln des Odysseus vor der Insel der Sirenen helfen sie zu verhindern, dass Entscheidungsträger der Versuchung erliegen, vom richtigen Kurs abzuweichen. Damit vereiteln sie, dass die Geldpolitik Schlagseite bekommt und monetäre Staatsfinanzierung überhandnimmt.

Doch Unabhängigkeit hat ihren Preis: Sie erschwert die Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik und kann es schwieriger machen, Mandatsverletzungen zu erkennen und zu unterbinden. Ein tragfähiges Arrangement muss daher einen Kompromiss finden. Mit einer unabhängigen, regelgebundenen Geldpolitik verunmöglicht man zwar die idealtypische Politikkoordination, aber man verringert auch das Risiko koordinierten Staatsversagens.

Fazit: Monetäre Staatsfinanzierung ist keineswegs unüblich, und Helikoptergeld würde ihr lediglich eine neue Dimension verleihen. Da Geldpolitik immer Auswirkungen auf den Staatshaushalt hat, lassen sich Geld- und Fiskalpolitik nicht von ihren Wirkungen her unterscheiden. Geldpolitik definiert sich vielmehr über Ziele und Instrumente. Solide Geldpolitik verfolgt Stabilitätsziele. An deren Erreichung muss sich eine unabhängige Notenbank messen lassen.



Dirk Niepelt

Direktor Studienzentrum Gerzensee,
Stiftung der Schweizerischen Nationalbank;
Professor für Makroökonomie, Universität
Bern