

Das kürzlich ergangene Urteil des Bundesverfassungsgerichts zu Staatsanleihekäufen in der Eurozone relativiert die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB). Es zeugt von Befürchtungen über Kompetenzmaßnahmen, die im Kern unkonventionelle Geldpolitik und monetäre Staatsfinanzierung betreffen. Seit Zentralbanken ihre Bilanzen krisenbedingt immer weiter ausgeweitet haben, fordern Kritiker auch andernorts, die Geld- und Fiskalpolitik strikter voneinander zu trennen und monetäre Staatsfinanzierung zu unterbinden.

Gleichzeitig wecken die Gewinne der Zentralbanken Begehrlichkeiten. Parlamentarier in der Schweiz verlangen zum Beispiel, Überschüsse der Schweizerischen Nationalbank (SNB) zur Sanierung der Sozialversicherungen oder dem Abbau von „Corona-Schulden“ einzusetzen. Was ist von diesen zum Teil widersprüchlichen Forderungen zu halten? Was – und wie gefährlich – ist monetäre Staatsfinanzierung?

Zur Beantwortung dieser Fragen ist es hilfreich, zunächst die konsolidierte Bilanz des Staates einschließlich Zentralbank zu betrachten. Forderungsverhältnisse zwischen der Notenbank, den öffentlichen Haushalten und den staatlichen Sozialversicherungen spielen in dieser Betrachtung keine Rolle. Relevant sind allein die Vermögenswerte und Verbindlichkeiten gegenüber Dritten, also insbesondere gegenüber dem Privatsektor.

Die Passiva der konsolidierten Bilanz enthalten neben dem Eigenkapital des Staates einerseits Staatsschulden mit verschiedenen Laufzeiten und Coupons und andererseits Geld, das von der Zentralbank emittiert wurde. Zu letzterem zählen neben Bargeld insbesondere die von Geschäftsbanken bei der Zentralbank gehaltenen Reserven. Ein wesentlicher Unterschied zwischen Staatsschulden und Geld besteht darin, dass die Verzinsung von Geld (zumindest von Reserven, die nicht physisch gelagert werden müssen) unter derjenigen von Staatsschulden liegt. Der Privatsektor akzeptiert diesen Zinsabschlag, weil er die Liquidität des Geldes – seine vielseitige Verwendbarkeit als Zahlungsmittel – schätzt. Für die monetäre Staatsfinanzierung spielt dies eine zentrale Rolle.

Nimmt ein Staat Schulden auf, so verschiebt er damit die Erhebung von Steuern in die Zukunft, denn die Schulden müssen später bedient werden. (Wenn das Wachstum den Marktinzins dauerhaft übersteigt, wie dies einige Ökonomen vermuten, dann gilt dieser Zusammenhang nicht; Schulden müssen dann nie zurückgezahlt werden.) Emittiert er hingegen Geld, dann zieht dies keine oder eine tiefere spätere Belastung des Steuerzahlers nach sich. Der Grund hierfür liegt im erwähnten Zinsabschlag. Geldschulden sind also billigere Schulden.

*Monetäre
Staatsfinanzierung
trägt zur
Geldentwertung bei.*

Oder anders ausgedrückt: Je höher der Anteil des Geldes an den Verbindlichkeiten des Staates ist, desto höhere Erträge fließen dem Staat infolge von Zinseinsparungen zu.

Dieser Effekt gilt auch dann, wenn die monetäre Finanzierung zeitlich nachgelagert erfolgt oder vorübergehender Natur ist. Angenommen, die Zentralbank kauft einer Geschäftsbank ausstehende Staatsschulden ab, wie dies alltäglich im Zuge von Offenmarktgeschäften und seit einigen Jahren im Rahmen großangelegter „Quantitative Easing“ (QE)-Programme geschieht. Dies bedeutet, dass der Staat seine ausstehenden Anleihen von der Geschäftsbank zurückerhält und es dafür mit neu herausgegebenem Geld bezahlt, also monetäre Staatsfinanzierung betreibt. Selbst wenn die Portfoliomischung nach einigen Monaten wieder rückgängig gemacht wird, entgehen der Geschäftsbank zwischenzeitlich Zinseinnahmen. Genau im gleichen Umfang wird die staatliche Rechnung um Zinszahlungen entlastet. Je länger das QE-Programm andauert, desto größer ist der Umfang der monetären Staatsfinanzierung.

Auch das vielschichtige „Helikoptergeld“ ist eine Spielart der monetären Staatsfinanzierung. Im Unterschied zum Offenmarktgeschäft wird das neu geschöpfte Geld dabei nicht zum Kauf von Wertpapieren eingesetzt, sondern es wird verschenkt. Eine Mischung von Offenmarktgeschäft und Helikoptergeld liegt vor, wenn Wertpapiere zu überhöhten Preisen gekauft werden, wie es Kritiker von QE-Programmen als wahrscheinlich oder gar unvermeidlich ansehen.

Wenn die Begünstigten von Helikoptergeld andere staatliche Akteure sind, dann hat dies keinerlei Auswirkungen auf die konsolidierten staatlichen Vermögensverhältnisse. Schließlich verschenkt ein Teil des Staates dann lediglich Forderungen an einen anderen Teil – der Volksmund würde von „linker Tasche, rechter Tasche“ sprechen.

Wenn die Notenbank den Staat finanziert

Monetäre Staatsfinanzierung kommt öfter vor als man denkt. Das ist nicht so schlimm – wenn man es richtig macht.

Von Dirk Niepelt



Die Europäische Zentralbank

Foto: Marc-Steffen Unger

Wenn der Transfer hingegen dem Privatsektor zugutekommt, dann reduziert sich das Eigenkapital des Staates im entsprechenden Umfang und das Nettovermögen des Privatsektors steigt (es sei denn, man berücksichtigt, dass der Staat im Endeffekt dem Privatsektor „gehört“). Die fiskalischen Auswirkungen des Helikoptergeldes sind somit dieselben wie diejenigen eines schuldenfinanzierten Transfers in Kombination mit einem auf Dauer angelegten Offenmarktgeschäft. Grundlegende Neuerungen bringt Helikoptergeld also nicht mit sich.

Monetäre Staatsfinanzierung verringert wie erwähnt den staatlichen Zinsendienst und entlastet somit den Steuerzahler. Dies ist ein Vorzug, denn die Erhebung von Steuereinnahmen verursacht volkswirtschaftliche Kosten: Die Steuerpflichtigen reagieren mit Steuervermeidung und -hinterziehung, die Steuerbehörden beanspruchen Ressourcen, und mancherorts sind sie zudem ineffizient oder gar korrupt. In Ländern mit einem ausgeprägten informellen Sektor oder schwachen fiskalischen Institutionen verspricht monetäre Staatsfinanzierung daher erhebliche Vorteile.

Doch dem stehen offenkundige Nachteile gegenüber. Ins Gewicht fällt insbesondere, dass monetäre Staatsfinanzierung zur Geldentwertung beiträgt. Dafür gibt es zwei Gründe. Zum einen hängt die Liquiditätsnachfrage des Privat-

sektors mit dem Preisniveau zusammen: Wenn die Geldhaltung des Publikums hoch ist, resultieren Anpassungsprozesse und der Preis des Geldes fällt, das heißt das allgemeine Preisniveau steigt.

Zum anderen spiegelt die Liquiditätsnachfrage auch die Kosten der Geldhaltung wider, also den Zinsabschlag gegenüber Staatsschulden. Wenn schnelleres Geldmengenwachstum die Inflation erhöht und in der Folge die Zinsen in die Höhe treibt, dann steigt der Zinsabschlag, die Geldhaltung wird teurer und die Nachfrage nach Geldhaltung fällt. Der Staat kann darauf reagieren, indem er die Geldemission einschränkt und sich verstärkt auf Steuereinnahmen stützt (oder seinen Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommt). Oder er kann das Geldmengenwachstum noch stärker beschleunigen, um den steigenden Inflationserwartungen zuvorkommen und seine Defizite weiterhin monetär finanzieren zu können. Derartige Episoden enden in Hyperinflation.

Doch Hyperinflation ist keineswegs eine zwingende Folge monetärer Staatsfinanzierung, insbesondere dann nicht, wenn andere Faktoren zu einer Erhöhung der Geldnachfrage von Firmen, Haushalten oder Banken führen – wie dies in den vergangenen Jahren der Fall war – oder die monetäre Expansion maßvoll bleibt. Wo genau das richtige Maß liegt, hängt von den Umständen ab. In einem Land, dessen Bürger hohe

Inflationsraten tolerieren, ist ein höheres Maß an monetärer Staatsfinanzierung angemessener als im deutschsprachigen Raum, wo die Bürger großen Wert auf Preisstabilität legen.

Unabhängig von den aggregierten volkswirtschaftlichen Kosten hat monetäre Staatsfinanzierung Konsequenzen für die Lastenverteilung innerhalb der Gesellschaft. Da der Mittelstand und Bezieher hoher Einkommen einen Großteil der Steuerlast tragen und Inflation Bezieher tiefer Einkommen verhältnismäßig stärker belastet, führt monetäre Staatsfinanzierung tendenziell zu Umverteilung

*Monetäre
Staatsfinanzierung
entlastet
den Steuerzahler.*

„von unten nach oben“. Wenn die Inflation überraschend steigt und sich daher zumindest vorübergehend nicht in höheren Löhnen, Zinsen oder Renten niederschlägt, dann resultiert darüber hinaus eine Umverteilung von Arbeitnehmern zu Arbeitgebern, Gläubigern zu Schuldner und Rentnern zum Staat.

Die einzelnen Akteure eines Staates agieren anders als bislang dargestellt nicht als Einheit. Zentralbanken zum Beispiel weisen vielmehr ihre eigene Erfolgs-

politik bestimmt. Wenn der Auszahlungsmodus in der Praxis eine Rolle spielt, dann am ehesten deshalb, weil die Eigenkapitalrendite der Zentralbank über derjenigen der öffentlichen Hand liegen dürfte. Vor diesem Hintergrund läge es auf der Hand, das Eigenkapital der Zentralbank so spät wie möglich zu schmälern, die Ausschüttungen an die öffentliche Hand also so lange wie möglich hinauszuzögern.

Dies lässt die Schweizer Debatte über die Regelung von Ausschüttungen der SNB an Bund und Kantone weitgehend irrelevant erscheinen. Rational erklären lässt sich die Debatte allenfalls vor dem Hintergrund einer bindenden Schuldenbremse, insbesondere nach dem Corona-Schock für die öffentlichen Haushalte. Wo Parlamente aufgrund einer solchen Bremse am Ausgeben gehindert werden und sie ihre Anteile an der Zentralbank nicht verkaufen können, dort erweitern frühzeitige Gewinnausschüttungen den Spielraum der Abgeordneten. Rufe nach einer veränderten Ausschüttungspolitik der Zentralbanken dürften daher in der Zukunft auch andernorts lauter werden.

Komplizierter ist die Situation in einer Währungsunion ohne korrespondierenden gemeinsamen Staatshaushalt. Wenn beispielsweise die EZB Staatsanleihen Italiens auf dem Sekundärmarkt aufkauft, stellt sich die Frage, ob sie damit den

*Die Unabhängigkeit
der Zentralbanken hat
ihren Preis.*

Preis der Anleihen in die Höhe treibt und dabei den Verkäufer und indirekt auch den Emittenten subventioniert. Kämen die Gewinne der EZB allein der Banca d'Italia und damit dem italienischen Staatshaushalt zugute, so wäre die Antwort auf diese Frage aus fiskalischer Sicht unbedeutend, soweit sie den Emittenten betrifft, denn die „linke Tasche, rechte Tasche“-Logik griffe. Da die Gewinne der EZB aber allen Ländern der Eurozone zugutekommen, könnte der Kauf Umverteilungswirkungen haben.

Zentralbanken führen nicht nur eigene Rechnungen, sondern sie sind in den meisten entwickelten Volkswirtschaften auch weitgehend unabhängig: Sie verfolgen die ihnen gesetzten Ziele eigenverantwortlich und sind dabei nicht an Weisungen der Regierung gebunden. An den erläuterten fiskalischen Konsequenzen der Geldpolitik ändert auch dies nichts, unter Umständen aber an den geldpolitischen Entscheidungen.

Der Grund hierfür liegt darin, dass eine stabilitätsorientierte Geldpolitik an Attraktivität einbüßt, wenn der Privatsektor sich auf sie eingestellt hat. Denn wenn Löhne und Preise erst einmal vereinbart worden sind, kann eine überraschende Lockerung der Geldpolitik die Beschäftigung stimulieren oder die Staatsschuld inflationsbedingt entwerten – zwei verlockende Aussichten für Wirtschaftspolitiker und einen Teil ihrer Wähler. Doch sobald der Privatsektor diesen Anreizkonflikt antizipiert, steigen die Inflationserwartungen bis zu einem Punkt, an dem es nicht mehr attraktiv ist, die Wirtschaft mit höherer Inflation zu überaschen. Im Endergebnis resultiert zwar Inflation, aber die erhofften realen Effekte bleiben aus.

Dieses Problem ist in der Geldpolitik omnipräsent. Um es zu entschärfen, bietet es sich an, die geldpolitischen Entscheidungsträger vor von kurzfristigen Zielen motivierter Einflussnahme zu schützen. Dazu dient die rechtlich abgesicherte Unabhängigkeit einer Zentralbank und ihres Leitungsgremiums, ihre solide Eigenkapitalausstattung und ein klares Stabilitätsmandat. All diese Elemente verhindern, dass die Geldpolitik Schlagseite bekommt und monetäre Staatsfinanzierung überhandnimmt; sie schützen die Gesellschaft vor sich selbst wie Odysseus am Mast vor der Insel der Sirenen.

Doch Unabhängigkeit hat ihren Preis: Sie erschwert die Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik und sie kann es schwieriger machen, Mandatsverletzungen zu erkennen und zu unterbinden. Dem muss die institutionelle Aufgabenteilung im Staat Rechnung tragen. Es geht um die Taube auf dem Dach – eine idealtypische, perfekt abgestimmte Geld- und Fiskalpolitik – und den Spatz in der Hand – eine weitgehend unabhängige Zentralbank, die vor den gravierendsten Fehlentwicklungen schützt.

Monetäre Staatsfinanzierung ist also keineswegs unüblich, im Gegenteil. Helikoptergeld verleiht ihr lediglich eine neue Dimension, und es könnte Zentralbanken unerwünschte verteilungspolitische Verantwortung aufbürden. Da Geldpolitik immer Auswirkungen auf den Staatshaushalt hat, lassen sich Geld- und Fiskalpolitik allenfalls von ihren Intentionen her unterscheiden. Geldpolitik definiert sich also über Ziele, nicht über Wirkungen. Erreichen lassen sich diese Ziele nur mit „langweiligen“ Zentralbanken: operativ unabhängigen Institutionen mit klaren Mandaten.

Der Autor ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee der Schweizerischen Nationalbank und Professor an der Universität Bern.