

# Mögliche Grenzen monetärer Staatsfinanzierung

Bert Werber

Notenbankfinanzierung von Staatsausgaben wurde historisch häufig eingesetzt, um das Nichtvorhandensein von Steuerquellen (typisch etwa nach Kriegen und der damit verbundenen Vermögensvernichtung und Zerstörung der Produktionsstruktur) oder Steuerwiderstand zu überwinden. Dass die meisten Mitgliedstaaten der WWU strukturell Budgetdefizite haben, kann als Hinweis darauf gedeutet werden, dass der Steuerwiderstand strukturell ist. Die in dem Vorschlag von Ederer / Mittendrein / Schwarz geforderte Möglichkeit monetärer Finanzierung von Staatsschulden zu schaffen wäre somit ein Mechanismus, Staatsaktivitäten zu finanzieren und der steuerlichen Konfrontation mit den Besitzenden auszuweichen.

Da aber in dem Vorschlag eine EU-weite Vereinbarung über einschlägige Mindest-Steueraufkommen zur Voraussetzung von EZB-Ankäufen gemacht werden soll (was im Übrigen gar nicht so leicht sein dürfte, denn Steuereinnahmen unterliegen Schwankungen, die sich einer genauen staatlichen Kontrolle entziehen, was z.T. im Dienste einer Funktion als automatische Stabilisatoren durchaus erwünscht ist), verschwindet dieser erhoffte politökonomische Vorteil von Notenbankfinanzierung gegenüber Steuerfinanzierung. Wenn sie durchsetzbar ist, ist die steuerliche Abschöpfung von Privatvermögen zur Senkung der Staatsschulden oder zur Finanzierung staatlicher Ausgabenexpansion jedenfalls die bevorzugte Finanzierungsvariante, weil solcherart finanzierte Staatsausgaben auch einen positiven Beitrag zur Verteilungspolitik liefern können.

## Demokratische Kontrolle

Sie sind auch besser demokratisch legitimiert. Denn staatlichen Finanzierungsquellen kann auch eine Überwachungsfunktion in Bezug auf die Gebarung der Staatshaushalte zugeschrieben werden. SteuerzahlerInnen und GläubigerInnen des Staates verleihen mit ihren Geldflüssen dem staatlichen Handeln Legitimität bzw. können über verschiedene Sanktionsmechanismen ihr Misstrauen aussprechen: Abwahl bei demokratischen Urnengängen, Steuerwiderstand, Steuerflucht, Verteuerung bzw. Nichtgewährung von Krediten, Kapitalflucht. Allerdings sind die verschiedenen Finanzierungsquellen des Staates keine homogene Gruppe mit homogenen Interessen und gleich verteilten Einflussmöglichkeiten. GläubigerInnen des Staates im In- und Ausland können überproportionales Gewicht über die Wirtschaftspolitik zuungunsten von SteuerzahlerInnen gewinnen. Der Grad der Steuerfinanzierung des Budgets kann bei angemessener Steuerstruktur somit auch als ein Gradmesser demokratischer Legitimierung der Wirtschaftspolitik betrachtet werden. Notenbankfinanzierung von Staatsausgaben ist eine Form, sich seitens der Regierung beiden Kontrollinstanzen (SteuerzahlerInnen und KreditgeberInnen) zu entziehen, und kann deshalb unter dem Gesichtspunkt der Legitimierung problematisch sein, sofern nicht substitutive Vorkehrungen zur Budgetkontrolle getroffen werden.

Wenn die von der Notenbank gewährten Kredite an den Staat von unbegrenzter Laufzeit sind bzw. regelmäßig erneuert werden (de Grauwe / Ji 2014), und womöglich unverzinst gewährt werden, ist jede Disziplinierungsmöglichkeit suspendiert. Eine solche Lösung setzt ein Ausmaß an Legitimität staatlichen Budgethandelns voraus, das heutzutage in Europa kaum angenommen werden kann.

Das auf Betreiben Deutschlands in den Europäischen Verträgen verankerte Verbot monetärer Staatsfinanzierung ist die größte praktische Hürde für die Umsetzung des Vorschlags. Eine Änderung bräuchte die Zustimmung aller Mitgliedstaaten und die Einsetzung eines Vertragsänderungsverfahrens, das auch Diskussionen über viele andere in den Verträgen zementierte Kompromisse wieder aufbrechen würde, und deshalb politisch sehr gescheut wird. Der Widerstand der Vermögenden gegen staatliche Ressourcenaneignung über monetäre Finanzierung von Staatsausgaben wird auch kaum geringer sein als ihr Widerstand gegen erhöhte Vermögensteuern.

Mit dem Hinweis, dass in den USA und UK die Notenbanken ebenfalls massiv Staatsanleihen aufkaufen, ist nicht viel gewonnen. Die Wahl des Staatsanleihenmarktes als traditionell zentrales Operationsfeld für die Notenbank ist dort nicht vorwiegend dem Wunsch nach Staatsfinanzierung geschuldet (wiewohl dieser Aspekt in der Krise stärker in den Vordergrund rückte, vgl. Caballero 2010), sondern der Tatsache, dass der Staatsanleihenmarkt der größte und liquideste Markt des jeweiligen Währungsraums ist, was im Normalfall geldpolitische Impulse mit minimaler Beeinflussung von Marktentscheidungen erlaubt. Im Euroraum ist das nicht der Fall, weil hier eine Zentralbank einer Vielzahl von nationalen Fiskalbehörden gegenübersteht, die jeweils eigene Schuldpapiere emittieren, mit dem Resultat sehr heterogener Staatsanleihenmärkte.

### **Geldabwurf per Helikopter?**

Andere Varianten zur Gestaltung monetärer Impulse haben deshalb vorgeschlagen, die monetaristische Metapher von der Geldexpansion per Helikopterabwurf wörtlich zu nehmen, und neu geschaffenes Zentralbankgeld als Pro-Kopf Prämie an jeden Haushalt zu verteilen (Blyth / Lonergan 2014). Die privaten Haushalte würden dann den expansiven Impuls durch Kaufakte gemäß ihrer persönlichen Konsumwünsche übernehmen, so die Vorstellung. Hier wird die umgangssprachliche Rede vom „Gelddrucken“ durch die Notenbank zu wörtlich genommen, und übersehen, dass Geldschöpfung durch die Notenbank einen Aktivtausch impliziert – neu geschöpftem Geld hat in der Zentralbank-Bilanz ein Rückzahlungsversprechen einer Bank oder ein Wertpapier gegenüberzustehen. Neues Geld kann also nicht einfach verschenkt werden, sondern irgendeine Instanz (z.B. der Staat) muss zumindest formal im Gegenzug einen Schuldschein dafür ausstellen.

Die Konsumneigung mag zwar unter den Einkommensgruppen unterschiedlich und deshalb bei der großen Gruppe der NiedrigeinkommensbezieherInnen ein Konsumschub zu erwarten sein, der einen stärkeren konjunkturellen Impuls setzt als die bisher als Krisenmaßnahme eingesetzten Wertpapier-Ankaufprogramme der Notenbanken. Doch in einem von düsteren Zukunftsaussichten geprägten Erwartungshorizont ist massenhaftes privates Sparen und Horten ein ebenso plausibles Resultat. Demgegenüber ist eine Finanzierung gezielter, auf makroökonomische Impulse orientierter Staatsausgaben tatsächlich die bessere Variante.

Welche Inflationswirkungen sind zu erwarten? In der quantitativtheoretisch geprägten Alltagsvorstellung bewirkt ein Anstieg des umlaufenden Zentralbankgeldes Geldentwer-

tung und Preisauftrieb. Geld ist aber keine homogene Größe, sondern Zentralbankgeld existiert neben privaten Zahlungsmitteln (allen voran im Zuge der Kreditschöpfung entstandenes Giralgeld der Banken), deren Schaffung und Vernichtung unterschiedlichen Bestimmungsfaktoren folgt. In einer Krise wie der jetzigen kann eine Expansion von Zentralbankgeld einen Rückgang von Giralgeld begleiten. Das Ausmaß, in dem Geld als Zahlungsmittel oder Wertaufbewahrungsmittel genutzt wird, steht außerdem nicht von vornherein fest, und schwankt in der Regel mit den Zukunftserwartungen. Sofern Staatsanleihenkäufe nur einen Teil der Geldschöpfung ausmachen, verbleiben der Notenbank Instrumente, um inflationären Entwicklungen gegenzusteuern. Die Kaufkraft von liquiden Guthaben wird durch Expansion von Zentralbankgeld folglich nicht notwendig geschmälert. In einer globalisierten Wirtschaft wird zudem eine wachsende Anzahl von Preisen stärker von den Verhältnissen jenseits eines bestimmten Währungsraums und seiner Geldpolitik beeinflusst. Doch die Legitimität der Währungsbehörde hat Auswirkungen auf die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte in Bezug auf die Kaufkraft des Geldes, und diese Erwartungen können selbsterfüllenden Charakter haben. Sofern eine Notenbankfinanzierung des Staates von signifikanten Teilen der Bevölkerung als illegitim und inflationsfördernd betrachtet wird, kann das – ökonomische Nachweise der Unrichtigkeit dieser Einschätzung hin oder her – Effekte haben. Ein Anstieg der Inflationserwartungen, letztlich sogar Ablehnung des herrschenden Geldes und Währungssubstitution sind im Extremfall mögliche Folgen, wenn sich die Einschätzung festsetzt, monetäre Staatsfinanzierung bedeute eine Unterminierung der Preisstabilität.

### **Finanzmarkt-Implikationen**

Mittels Notenbankfinanzierung Staatsverschuldung zu eliminieren hat starke Implikationen für die Finanzmärkte. Ederer / Mittendrein / Schwarz erwarten sich davon eine Reduktion der Größe des Finanzsektors. Ist das plausibel? Staatsanleihen haben u.a. drei wichtige Funktionen auf den Finanzmärkten: Erstens bilden sie eine wichtige Anlageform für privates Vermögen, Pensionskassen und Versicherungen. Zweitens repräsentieren sie unter all den Finanzanlagen in der Regel die sicherste, da die staatliche Steuereinhebungsautorität eine Rückzahlungsversicherung ist, die kein privates Unternehmen aufbieten kann. Deshalb kommt der Rendite für Staatsanleihen eine Messlatten-Funktion für andere Finanzmarktpreise zu. Drittens fungieren Staatsanleihen als wichtigstes Pfand für kurzfristige Großsummen-Kredite auf dem Geldmarkt (in Form so genannter repurchase agreements, kurz repos), einem gigantischen marktförmigen Kreditintermediationssektor, der wegen seiner mit dem Bankensektor vergleichbaren Größe und Mechanismen als „Schattenbanken-Sektor“ bezeichnet wird (Mehrling 2011). Verschwinden Staatsanleihen vom Markt, könnte der Finanzsektor schrumpfen, weil Anlagemöglichkeiten, Referenzpreise und Vehikel für repos fehlen. Doch er könnte auch einfach auf weniger sichere Substitute ausweichen, und in Folge noch krisenanfälliger werden als heute: Spekulative Wertpapiere könnten die Rolle von Staatspapieren einnehmen (so wie das schwindlige Kreditverbriefungen vor Ausbruch der Krise in der Tat zunehmend machten, weil es schlicht zu wenig Staatsanleihen für die große Nachfrage gab) und stärkere Zinsschwankungen sich infolge des Wegfalls der Staatspapier-Rendite-benchmarks einstellen.

## **Jenseits der Finanzierungsfrage**

Die vielleicht wichtigsten Fragen für eine Diskussion um monetär finanzierte Staatsausgaben weisen über die Finanzierungsfrage hinaus: Wohin fließen die Staatsausgaben, und in welchem Umfeld finden sie statt? Ersteres ist v.a. für die Legitimierung von Finanzierung wichtig, Zweiteres v.a. für ihre Wirkung.

Überzeugt die gesellschaftliche Notwendigkeit bestimmter staatlicher Ausgabenprogramme, wird ihre Finanzierung leichter zu argumentieren. Was die makroökonomischen Wirkungen betrifft, muss das Umfeld berücksichtigt werden, in dem Fiskalimpulse gesetzt werden. In manchen aktuell blühenden Geldreformfantasien wird monetäre Staatsfinanzierung zum Leitprinzip erhoben und darüber vergessen, dass Geldschöpfung noch nicht Kapitalbildung bedeutet, und erst letztere den Schlüssel zu ökonomischer Prosperität darstellt. Schuldenüberhang, Verteilungsungleichgewichte und globale Verschiebung von industriellen Aktivitätszentren in emerging markets sind dafür aktuelle Bremsen, die mit notenbankfinanzierten Fiskalimpulsen nur begrenzt bekämpft werden können.

## **Literatur**

- Blyth, Mark/Eric Lonergan (2014) Print less but transfer more. Why Central Banks should give money directly to the people. In: Foreign Affairs, September / October.
- Caballero, Ricardo (2010) A helicopter drop for the Treasury, [voxeu.org](http://voxeu.org), 30.8.2010.
- De Grauwe, Paul/ Yuemei Ji (2014) Quantitative easing in the Eurozone: It's possible without fiscal transfers, [voxeu.org](http://voxeu.org), 15.1.2014.
- Mehrling, Perry (2011) The new Lombard Street. How the Fed became the dealer of last resort, Princeton / Oxford.