

## Die Gefahren monetärer Staatsfinanzierung

In den vergangenen Jahren haben die Notenbanken in vielen Ländern der Welt mit Zinssenkungen und anderen geldpolitischen Mitteln versucht, die wirtschaftliche Aktivität und die Preisniveausteigerungen in ihren Volkswirtschaft anzukurbeln. Die Resultate waren mäßig, Wachstum und Inflation sind nach wie vor verhalten. Der Fokus und die Hoffnungen richten sich zusehends auf die Fiskalpolitik. Bei sehr niedrigen Zinsen in den USA und sogar negativen Zinsen in vielen Länder Europas und in Japan müsse der Staat mehr Schulden aufnehmen und investieren, um wichtige gesellschaftliche Ziele zu erreichen. Solche Forderungen gibt es nicht nur in den bereits hochverschuldeten USA, sondern auch in Europa und nicht zuletzt in Deutschland, wo die „Schwarze Null“ unter Dauerbeschuss steht. Internationale Organisationen wie der IWF oder die OECD und viele Notenbanken selbst sehen die Finanzpolitik am Zuge. Und die neue EU-Kommission will einen Green Deal umsetzen, der über Anleihen finanziert wird, die zu kaufen auch die Europäische Zentralbank in der Lage wäre.

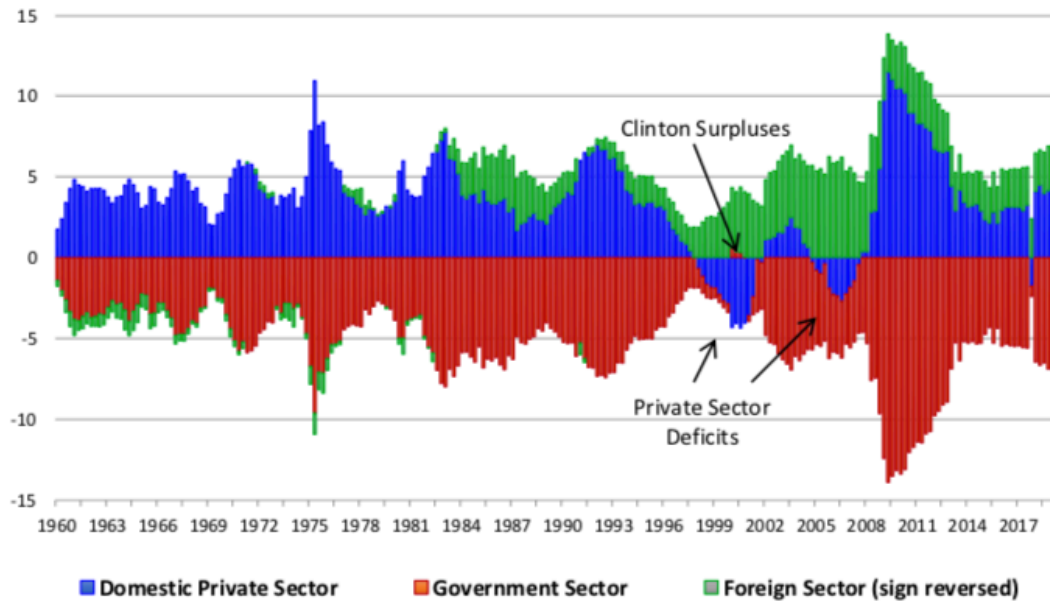
Eine wesentlich expansivere Finanzpolitik wird in letzter Zeit auch von Vertretern der so- genannten „Modern Monetary Theory“ gefordert. Nach ihrer Vorstellung sollten Staaten, die sich in eigener Währung verschulden, wesentlich mehr ausgeben, um ambitionierte politische Ziele wie Vollbeschäftigung, gute Bildung, Verteilungsgerechtigkeit oder Klimaschutz zu erreichen. Höhere Defizite des Staates seien immer auch höhere Überschüsse des privaten Sektors und würden sich daher gewissermaßen selbst finanzieren. Eine klassische Budgetbeschränkung des Staates existiere nicht, da Regierungen das Geld erzeugen können, das benötigt wird. Die Begrenzung der staatlichen Aktivität sei allein in dem Risiko möglicher Inflationstendenzen zu sehen, die die gewünschte realwirtschaftliche Wirkung zunichte machen würden. Im akademischen Bereich führt diese Sichtweise, dass zusätzliche Staatsausgaben nicht über höhere Steuern oder anderweitige Ausgaben senkungen gegenfinanziert werden müssen, ein Randdasein. Bei ausgabefreudigen Politikern ist die Vorstellung dagegen nicht unattraktiv, gleichzeitig mehrere Ziele ohne Finanzierungsprobleme zu erreichen. Die Annahmen und Wirkungsvorstellungen, die dem Gedankenmodell zugrunde liegen, sind jedoch unrealistisch.

Zum einen wird eine „Selbstfinanzierung“ von Staatsaktivitäten über die Notenbanken nur dann funktionieren, wenn dadurch keine Inflation entsteht und keine Vertrauenskrise in die eigene Währung ausgelöst wird. Befürworter eine „Integration von Geld- und Finanzpolitik“ sind im Hinblick auf einen Glaubwürdigkeitsverlust der Währung weniger in Sorge. Sie verweisen auf Japan, wo die öffentliche Verschuldung im Verhältnis zum BIP auf 240% angestiegen ist und große Bestände an Staatsanleihen von der Zentralbank aufgekauft wurden, ohne dass es eine Vertrauenskrise in Bezug auf den Yen gibt. Es ist jedoch fraglich, ob Japan wirklich als gutes Beispiel dienen kann. Japanische Staatsanleihen, die nicht in der Bilanz der Notenbank stehen, werden hauptsächlich von japanischen Sparern direkt oder von halböffentlichen Institutionen gehalten, die ihre Ersparnisse verwalten. Dies gilt nicht für US-Staatsanleihen, von denen die Hälfte in ausländischen Portfolios gehalten wird. Darüber hinaus ist es schwierig, Japan als Erfolgsmodell zu sehen, da selbst der massive Anstieg der Staatsverschuldung gerade einmal ausgereicht hat, das Wachstum knapp über der Nulllinie zu halten.

Auch im Hinblick auf mögliche inflationäre Folgen einer monetären Staatsfinanzierung sehen die Befürworter im aktuellen Umfeld keine größeren Risiken. Sie weisen darauf hin, dass Jahre der quantitativen Lockerung (QE) und steigender Geldmenge keine Inflation ausgelöst haben. Und sollte die Inflation steigen, könnten Steuererhöhungen das Nachfragewachstum bremsen. Ist das so einfach? Wahrscheinlich nicht, da es politisch sehr schwierig wäre, die Steuerlast für die Verbraucher gerade dann zu erhöhen, wenn ihre Einkommen durch Inflation entwertet werden. Und selbst wenn es gelingen sollte, die Steuersätze je nach Inflationsniveau anzupassen, würde das die Erwartungssicherheit für private Haushalte und Unternehmen über steuerliche Bedingungen stark beeinträchtigen und ihre Investitions- und Konsumpläne beeinträchtigen.

Weitere Einschränkungen für größere Staatsausgabenprogramme können sich aus der Leistungsbilanz eines Landes ergeben. Man schaue auf das Beispiel der USA. Hier hat die expansive Fiskalpolitik der letzten Jahre das Leistungsbilanzdefizit auf derzeit rund 500 Mrd. USD weiter erhöht, und das trotz des steuerlich bedingten Rückflusses von Unternehmensgewinnen aus dem Ausland. Das Finanzierungsdefizit des öffentlichen Sektors ist weit größer als der positive Finanzierungssaldo des privaten Sektors (Schaubild). Dies hat zwangsläufig zur Folge, dass das Ausland einen Überschuss gegenüber den USA aufweist. Sollte die US-Regierung ihr Defizit weiter ausbauen, wird sich dies nach aller Wahrscheinlichkeit in einem noch größeren Leistungsbilanzdefizit niederschlagen und die ohnehin hohe Auslandsverschuldung der USA weiter erhöhen. Mit der Zeit würde dies den Dollar unter Druck setzen und die Abhängigkeit vom Kapitalimport erhöhen.

Figure 7. US Sectoral Balances 1960-2019Q2



Source: BEA. Note: The government balance in the fourth quarter of 2017 reflects a one-time deemed repatriation tax on foreign earnings accumulated after 1986.

In anderen Ländern mit beträchtlichen Außenhandelsüberschüssen, wie Japan und Deutschland, scheinen Bedenken hinsichtlich der Auslandsverschuldung weniger relevant zu sein. Für Deutschland und andere Mitgliedsländer der Währungsunion ist die direkte Finanzierung staatlicher Aktivitäten durch die nationalen Zentralbanken allerdings durch die europäischen Verträge und nationales Recht verboten. In der Währungsunion gibt es keine Einheit von Regierung und Zentralbank. Und es besteht in den Mitgliedstaaten derzeit kein politischer Wille, die Finanzpolitik zu zentralisieren. Vertreter der MMT sehen hierin einen Konstruktionsfehler der Gemeinschaft, der sinnvolle und wachstumsfördernde Staatsausgaben verhindert. Stellt man sich indes den hypothetischen Fall vor, dass es noch national autonome Notenbanken und flexible Wechselkurse gäbe, auch dann wäre eine Staatsfinanzierung über die Notenbank für die meisten Länder wohl kaum eine gangbare Option. Jegliche Zweifel im Hinblick auf die Nachhaltigkeit der Schuldenpolitik eines Landes und die Handlungsfähigkeit der Zentralbanken würden mit deutlichen Risikoaufschlägen und Abwertungstendenzen an den Finanzmärkten quittiert. Die Risikoprämien würden steigen und die möglichen positiven Wirkungen einer höheren Staatsverschuldung zunichte machen.

Die grundlegende Rechtfertigung für Defizitregeln und Budgetbeschränkungen ist die politische Ökonomie kurzer Wahlzyklen, in denen politische Entscheidungsträger einen starken Anreiz haben, Wählerstimmen durch zusätzliche Ausgaben zu erlangen. Insbesondere wenn solche Ausgaben auf Transfers und Konsum ausgerichtet sind, werden zukünftige Generationen eine hohe Schuldenlast erben, ohne von höherem wirtschaftlichen Wachstum zu profitieren. Daher ist es wichtig, dass die richtigen fiskalischen Entscheidungen getroffen werden und dass die öffentlichen Schulden zur Finanzierung von Investitionen und Innovationen verwendet werden, die dem langfristigen Wachstum förderlich sind.

Die Empfehlung von progressiven Ökonomen in den USA, die Budgetbeschränkung für Regierungen weitgehend abzuschaffen, beruht auf politischen Idealvorstellungen, die in der Realität nicht gegeben sind. Es kann nicht unterstellt werden, dass politische Entscheidungsträger in ihrem Ausgabeverhalten stets selbstdiszipliniert sind und die Instrumente der Zentralbankfinanzierung nicht für den Kauf von Wählerstimmen missbrauchen. Die Umgehung von Budgetregeln etwa in der EU und ständig steigende Staatsschulden sind ein klares Zeugnis dessen. Machte man die Zentralbanken zum Finanzier öffentlicher Ausgabenwünsche, würde das einer Aufblähung des Staates Vorschub leisten. Man braucht institutionelle Regeln, um das zu verhindern. Dazu gehört die Unabhängigkeit der Zentralbanken, die dringend bewahrt werden sollte.