

Bazooka!

Zur Ökonomie der geplanten Milliardenkredite

1. Zur Bekämpfung und Überwindung der gegenwärtigen Wirtschaftskrise haben Staaten auf der ganzen Welt milliardenschwere Konjunkturprogramme beschlossen, die durch öffentliche Kredite finanziert werden sollen. Allein von ihrem Umfang stellen diese Kredite alle bisher bekannten Antikrisenprogramme in den Schatten, sie erinnern fast schon an Kriegsanleihen. So sind zur Krisenbewältigung in Deutschland Mittel in Höhe von 85 Mrd. Euro, in USA 90 Mrd. Dollar und in der EU 750 Mrd. Euro geplant. In Deutschland steigt die Staatschuld damit auf mehr als 2000 Mrd. Euro, die staatliche Schuldenquote von rund 60 auf rund 70%. Der deutsche Finanzminister spricht von einer "Bazooka" im Kampf gegen die Krise. Die entsprechenden Mittel sollen in Form von Staatsanleihen auf dem Kreditmarkt aufgenommen und an notleidende Unternehmungen und Beschäftigte weitergeleitet werden, die wegen ihrer prekären Lage selbst keine Kredite erhalten.

Eine solche Politik erscheint sinnvoll, weil sie z. B. über die Finanzierung von Teilzeitarbeit Produktionsausfälle verhindert und insbesondere Anbietern von Dienstleistungen, die ihr Angebot wegen der damit verbundenen Infektionsgefahr einschränken oder ganz aufgeben müssen, die Existenz oder zumindest den Lebensunterhalt sichert. Skeptiker befürchten allerdings, dass die geplanten horrenden Summen auf dem Kapitalmarkt nicht oder nur zu Lasten privater Investoren aufgebracht werden können. Ökonomen sind zum Teil weniger pessimistisch. So gehen Vertreter einer sogenannten neuen monetären Theorie vor allem in den USA davon aus, dass ein Staat mit eigener Währung unbeschränkt verschuldungsfähig sei, weil er immer auf die Notenpresse zurückgreifen könne, um Kredite zu bedienen und Schulden zu bezahlen. Die Zentralbank müsse dabei nur dafür sorgen, dass die Zinsen niedriger bleiben als die Wachstumsrate des Sozialprodukts.

2. Im Folgenden wird diese Sichtweise mit einem makroökonomischen Standardmodell illustriert. Dieses beschreibt einen Kreditmarkt, auf dem zum jeweiligen Zinssatz r ein Wertpapier gehandelt wird¹. Anbieter des Papiers sind Unternehmer, die Geld zur

¹ In Übereinstimmung mit dem makroökonomischen Standardmodell wird angenommen, dass auf diesem Markt zum Kurs q ein Wertpapier mit einem Nennwert von 100 und mit unendlicher Laufzeit gehandelt wird, das in jeder Periode einen festen nominalen Zins i erbringt. Der Effektivzins des Kredit- bzw. Kapitalmarktes ist dann $r=i/q$. Die Annahme einer unendlichen Laufzeit wird plausibel, wenn man davon ausgeht, dass Kredite jederzeit neu aufgelegt, also bestehende durch neue Kredite abgelöst werden können.

Finanzierung von Investitionen I nachfragen, der Staat, der damit ein zusätzliches Defizit ΔD seiner schon vorliegenden Staatsschuld D decken will, Wirtschaftssubjekte, die mit Verkäufen aus Wertpapierbeständen ihre Liquidität L erhöhen wollen, und eventuell auch die Notenbank, um Liquidität abzuschöpfen. Nachfrager sind in erster Linie Private, die Ersparnisse S anlegen wollen, aber auch die Notenbank mit der Geldmenge M . Im Gleichgewicht des makroökonomischen Kreditmarktes ist

$$I + L + \Delta D = S + M.$$

Das Gleichgewicht wird durch den Zinssatz r hergestellt, der für die Kredite der jeweiligen Periode vereinbart wird.

Im Allgemeinen nimmt die Investition mit steigendem Zinssatz ab, es ist $I=I(r)$ mit $I'(r)<0$, während das Sparangebot eher zunimmt. Der Einfachheit halber wird hier unterstellt, dass S unabhängig ist vom Zinssatz. Die Nachfrage nach Liquidität nimmt mit steigendem Zinssatz ab, es ist $L(r)$ mit $L'(r)<0$. Bei $\Delta D=0$ gibt es einen Gleichgewichtszinssatz r° , den sogenannten natürlichen Zinssatz, bei dem die privaten Ersparnisse in Höhe von S gerade ausreichen, um private Investitionen in Höhe von I zu finanzieren. Der Markt ist dann im Gleichgewicht bei $I(r^\circ)=S$ und einer Geldmenge $M^\circ=L(r^\circ)$, die diesen Zinssatz ermöglicht. Wenn auch der Staat als Nachfrager auftritt, liegt der Gleichgewichtszins über dem natürlichen Zinssatz, $r>r^\circ$. Dadurch werden private Investitionen zu Gunsten der öffentlichen Nachfrage verdrängt.

3. Wie weit dies gelingt, hängt nicht zuletzt von der Höhe von ΔD ab. So kann eine sehr hohe Neuverschuldung nicht ohne weiteres untergebracht werden, wenn sie zusammen mit der Investitionsnachfrage bei allen möglichen Zinssätzen das Kapitalaufgebot S übersteigt, also $\Delta D>S-I$ ist. Eben dies wäre bei den Milliardenkrediten zu befürchten, die zur Überwindung der Pandemiekrise geplant sind. Hier kommt die Zentralbank ins Spiel, die im Prinzip mit Geldschöpfung in erheblichem Umfang Staatsanleihen aufkaufen kann. So hält die Europäische Zentralbank inzwischen einen großen Teil europäischer Staatsanleihen, von einzelnen Ländern zwischen 20 und 40%. Das Makromodell zeigt, dass eine Notenbank z. B. mit der Geldmenge $M^\circ=L(r^\circ)$ den Zinssatz r° stabilisieren könnte, bei dem $I-S=0$ ist. Ein Gleichgewicht erfordert dann ein Geldangebot in Höhe von $M=M^\circ+\Delta D$. Wenn sie die Geldmenge zusätzlich um den Betrag der öffentlichen Kreditnachfrage erhöht, hält sie den Zinssatz unabhängig von der Höhe von ΔD auf dem erwünschten Wert r° , es ist $I-S+\Delta D=M^\circ+\Delta D-L$, bzw. $I-S=M-L$ mit dem Gleichgewichtszins r° . Das bedeutet nicht unbedingt, dass sie die neu ausgegebenen Staatsanleihen auch direkt übernimmt. Es genügt, wenn sie Papiere auf dem sogenannten Sekundärmarkt aus privaten Beständen aufkauft, in der

Regel von privaten Banken, bei denen die Anleihen zunächst untergebracht worden sind. Auf diese Weise erscheint mit einem ausreichend expansiven geldpolitischen Kurs eine weitgehend unbegrenzte öffentliche Anleihepolitik tatsächlich möglich.

Dass sie nicht kostenlos ist, erkennt man, wenn man berücksichtigt, dass dabei die Wirtschaft gerade bei großen Programmen praktisch mit Geld überflutet wird. Konkret bedeutet dies, dass die von der Notenbank zur Verfügung gestellte Geldmenge die von der Wirtschaft präferierte Liquidität übersteigt: Es ist $M = M^o + \Delta D = L(r^*) + \Delta D > L(r^*)$. Wenn die Wirtschaftssubjekte feststellen, dass sich in ihren Kassen mehr liquide Mittel befinden als sie wünschen, dann werden sie versuchen, diese über den Kauf von Gütern oder Vermögenswerten loszuwerden. Makroökonomisch kann das nicht gelingen, weil jede Geldausgabe des einen mit einer Geldeinnahme eines anderen verbunden ist. Aber es löst eine inflationäre Entwicklung aus, nicht nur bei Konsumgütern, sondern vor allem bei Vermögensanlagen, wie Aktien, Immobilien und anderen Wertgegenständen. Die kritische Differenz $M-L$ vergrößert sich sogar, weil der Versuch Geld los zu werden seine Umlaufgeschwindigkeit erhöht, was gleichbedeutend ist mit einer fallenden Liquiditätspräferenz L . Wie empirische Beobachtungen bestätigen, kann eine Überflutung der Wirtschaft mit Zentralbankgeld in der Tat Aktienkurse, Immobilienpreise und andere Vermögenswerte auf Rekordhöhen treiben, die nicht mehr durch reale Kosten- und Nutzenüberlegungen gedeckt sind und deshalb ein neues Krisenpotential aufbauen. Wenn die Notenbank den Überschuss nicht durch den Verkauf von Staatsanleihen oder anderen Wertpapieren rückgängig machen kann, ist zu erwarten, dass er nur durch eine Inflation beseitigt werden kann. Wenn das Überangebot an Geld den Zinssatz drückt, entsteht eine inflatorische Lücke mit $I-S > 0$, die als Übernachfrage auf dem Gütermarkt zu Preissteigerungen führt. Diese reduzieren den Realwert des Geldes, der beim Preisniveau P durch M/P definiert ist, mit $P=1$ bei Preisstabilität. Die Differenz zwischen Geldangebot und Geldnachfrage ist dann $(M/P)-L$. Der Zinssatz $r=r^o$ bleibt konstant, wenn das Preisniveau mit der gleichen Rate steigt wie die Geldmenge, also mit $\Delta D/M^o = \Delta D/L(r^o)$. Für die BRD würde das z.B. bedeuten, dass die aktuelle Geldmenge von rund 2600 Milliarden Euro durch Kredite in Höhe von 85 Milliarden Euro um gut 3% zunehmen würde, was eine Inflationsrate in gleicher Höhe erfordert, um beim natürlichen Zinssatz das reale Geldangebot an die Geldnachfrage anzupassen.

4. Zusätzlich zu solchen Anpassungskosten führen die Milliardenkredite zu Zinsverpflichtungen, die sich beim jeweiligen Schuldenstand D auf rD belaufen. Wenn sie nicht aus Steuereinnahmen bezahlt werden, erhöhen sie den Schuldenstand, so dass sich

Kreditbedarf und Gleichgewichtszins laufend hochschaukeln. Ein steigender Zinssatz würde private Investitionen zunehmend verdrängen und so das wirtschaftliche Wachstum schwächen. Die Folge wäre ein Anstieg von Schuldenquote und damit auch des Zinssatzes. Man kann diese Zusammenhänge präzisieren, wenn man die relevanten Variablen ins Verhältnis zum Sozialprodukt Y setzt. Der Einfachheit halber wird unterstellt, dass die Sparquote $s:=S/Y$ konstant ist. Der Investitionsanteil am Sozialprodukt wird mit $a:=I/Y$ bezeichnet und es wird angenommen, dass er mit steigendem Zinssatz sinkt, also $a=a(r)$ ist, mit $a'(r)<0$. Von seiner Höhe hängt das wirtschaftliche Wachstum ab. So ist z.B. bei der makroökonomischen Produktionsfunktion $Y=\alpha K$, bei der das Sozialprodukt bei konstanter Kapitalproduktivität α dem Kapitaleinsatz proportional ist, die Änderung des Sozialprodukts $\Delta Y=\alpha \Delta I$ und die Wachstumsrate $y:=\Delta I/Y=\alpha a(r)$. Wegen $a'(r)<0$ nimmt letztere mit steigendem Zinssatz ab.

Bei einer zusätzlichen Verschuldung $\Delta D=rD$ zur Deckung der Zinsverpflichtungen gibt der Zinssatz $r=\Delta D/D$ zugleich die Wachstumsrate der Staatsschuld an. Es gibt einen kritischen Zinssatz ρ mit $y=\alpha a(\rho)=\rho$, bei dem Zinssatz und Wachstumsrate des Sozialprodukts übereinstimmen. Liegt der Zinssatz über seinem kritischen Wert, $r>\rho$, dann wächst die Staatsschuld schneller als das Sozialprodukt, und die Schuldenquote $q=D/Y$ steigt, was den Zinssatz in die Höhe treibt. Das zeigt sich im Modell des Kapitalmarktes, wenn man den zeitlichen Ablauf so beschreibt, dass der jeweilige Gleichgewichtszins in der Folgeperiode für die dann aufgelaufene Staatsschuld gilt. Das Gleichgewicht auf dem Kapitalmarkt ist dann $I + r_{-1}D = S$, wobei r_{-1} den in der Vorperiode vereinbarten Zinssatz bezeichnet. Mit den eingeführten relativen Variablen zeigt die Gleichgewichtsbedingung $a(r) + qr_{-1} = s$ unmittelbar, dass der Zinssatz r mit der Schuldenquote q steigt. Wenn q hinreichend hoch wäre, wie z. B. bei den geplanten Milliardenkrediten, dann würde der Gleichgewichtszinssatz über seinem kritischen Wert liegen, $r > \rho$. Die Staatsschuld würde schneller wachsen als das Sozialprodukt, die Schuldenquote würde zunehmen, der Zinssatz weiter steigen, usw. Im Extremfall könnten die Zinsverpflichtungen des Staates das Sparangebot übersteigen und damit einen Staatsbankrott auslösen. Dieser Fall läge z.B. vor bei einem Zinssatz $r=0,1$ und einer Schuldenquote $D/Y=2$, also bei $qr=0,2$, wenn die Sparquote kleiner wäre als $0,2$. Eine solche Perspektive würde die Kreditwürdigkeit des Staates von Anfang an beeinträchtigen, eine Kreditaufnahme entsprechend erschweren oder nur zu noch höheren Zinsen ermöglichen.

5. Dies zeigt, dass es nicht sinnvoll wäre, zur Finanzierung der Zinsverpflichtungen immer neue Kredite aufzunehmen. Im Prinzip verbietet sich dies auch schon deshalb, weil es sich bei den Schuldzinsen um eine Position des jeweiligen Budgets handelt, die keine späteren Erträge

erwarten lässt. Statt mit weiteren Krediten müssen die fälligen Zahlungen deshalb mit laufenden Steuereinnahmen beglichen werden. Im Fall der Milliardenkredite erfordert dies eine Rückkehr zur Budgetpolitik einer "schwarzen Null", mit einem Überschuss des Grundbudgets, d.h. der Steuereinnahmen über die laufenden Staatsausgaben, der zur Deckung der Kreditkosten rD ausreicht. Der Anteil rD/Y dieses Primärüberschusses am Sozialprodukt nimmt mit dem Zinssatz und der geplanten Kreditaufnahme zu. Bei gegebenen Staatsausgaben G würde dies zu einer Erhöhung des Steueranteils am Sozialprodukt um rD/Y führen, also z.B. bei einer Schuldenquote von $D/Y=1$ um den Zinssatz. Die steuerliche Belastung ist also bei einem niedrigen Zinssatz geringer.

Dazu kann die Notenbank mit einem Zinssatz $r < \rho$ beitragen, der unter der Wachstumsrate des Sozialprodukts liegt². Unter der Bedingung $\rho < \alpha s$ käme dafür auch der natürliche Zinssatz r° in Frage, bei dem die Ersparnisse voll für die privaten Investitionen zur Verfügung stehen³. Jedenfalls würde mit einer solchen Zinspolitik die Schuldenquote, mit ihr der nötige Primärüberschuss des Grundbudgets und damit die steuerliche Belastung laufend abnehmen.

Insgesamt zeigt sich, dass eine Finanzierung ungewöhnlich hoher, krisenbedingter öffentlicher Ausgaben wenn auch nicht ohne, so doch mit überschaubaren Risiken durch die Notenbank sinnvoll erscheint, und dass der Staat den daraus folgenden Zinsverpflichtungen mit einem ausreichenden Primärüberschuss des öffentlichen Budgets nachkommen kann. Auch die Rückzahlung der Kredite sollte kein Problem sein, wenn öffentliche Anleihen immer wieder neu aufgelegt werden können, so dass der Staat einfache bestehende durch neue Schulden ablösen kann.

² Es ist $y = \alpha a(r) > \alpha a(\rho) = \rho > r$.

³ Mit $y = \alpha a(r^\circ) = \alpha s$ und $\rho = \alpha a(\rho)$ folgt $r^\circ < \rho$ für $\alpha s > \rho$.