Nachgefragt

Interview mit Dr. Günther Grunert – Teil 2 | 30. April 2020

In einem ersten Interview am 11. April hatte Dr. Günther Grunert erläutert, warum Staatsschulden aus Sicht der sogenannten „Modern Monetary Theory" (MMT) kein Teufelszeug sind. Darauf gab es zahlreiche Leserfragen, die wir in Form einer Interviewfortsetzung mit dem Ökonomen diskutiert haben.

Herr Grunert, Sie sagen, die Finanzierung eines Staates mit eigener Währung erfolge immer durch seine Zentralbank. Steuern und Staatsanleihen hätten dagegen keine Finanzierungsfunktion für den Staat. Wozu werden dann überhaupt Staatsanleihen verwendet?

Um dies zu verstehen, muss man sich in Erinnerung rufen, dass ein souveräner Staat seine Ausgaben tätigt, indem er Bankreserven gutschreibt. Etwas genauer: Alle Geschäftsbanken eines Landes führen bei der für sie zuständigen Zentralbank Konten – sogenannte Reservekonten –, auf denen sie Einlagen halten und über die sie Überweisungen untereinander abwickeln. Diese Einlagen der Privatbanken bei der Zentralbank werden als „Bankreserven" bezeichnet. Nimmt jetzt das Finanzministerium eines Landes Ausgaben vor, weist es die Zentralbank des Landes an, eine Gutschrift auf das Reservekonto der Geschäftsbank des Empfängers vorzunehmen. Die Geschäftsbank bucht dann entsprechend eine Gutschrift auf dem Bankkonto des Empfängers selbst.

Wenn der Staat ein Haushaltsdefizit verzeichnet, fügt er dem Bankensystem über seine Ausgaben mehr Reserven hinzu, als er über seine Besteuerung Reserven abzieht. Ein staatliches Budgetdefizit, dem nicht mit Anleiheemissionen an den nichtstaatlichen Sektor entsprochen wird, geht daher nach Abschluss aller Transaktionen mit Überschussreserven im Bankensystem einher. Die einzelnen Geschäftsbanken werden dann versuchen, diese Überschussreserven auf dem Interbankenmarkt an andere Banken zu verleihen. Der Wettbewerb zwischen den Banken mit überschüssigen Reserven übt aber einen Abwärtsdruck auf den Tagesgeldzinssatz aus und drückt den Tagesgeldsatz unter den Ziel-Zinssatz der Zentralbank – im Eurosystem ist dies der sogenannte Hauptrefinanzierungssatz. Bei einem systemweiten Überschuss führt dieser Wettbewerb dazu, dass der Tagesgeldzinssatz unter Umständen bis auf den Einlagenzinssatz – zu dem die Geschäftsbanken Überschussreserven auf einem speziellen Konto bei der Zentralbank über Nacht anlegen können – sinkt. Denn das Bemühen, im Wettbewerb miteinander die Überschussreserven loszuwerden, kann den Überschuss nur umverteilen, nicht aber beseitigen.

Und ein solches Absinken des Tagesgeldzinssatzes will die Zentralbank verhindern?

Ja, die Zentralbank versucht im Allgemeinen, den Tagesgeldsatz nahe an ihrem Ziel-Zinssatz zu halten. Fällt der Tagesgeldsatz aufgrund des Wettbewerbsdrucks unter den Ziel-Zinssatz, verkauft die Zentralbank Staatsanleihen gegen Reserven an die Banken und schöpft so die Überschussreserven ab. Dies ist in der Regel kein Problem, da die Banken die zinstragenden Staatsanleihen gegenüber den geringer verzinsten Überschussreserven bevorzugen. Damit wird der Abwärtsdruck auf

den Zinssatz beendet und die Zentralbank behält die Kontrolle über die Geldpolitik. Kurz gesagt: Anleihenverkäufe sind Teil der Geldpolitik, die der Zentralbank helfen, ihren Ziel-Zinssatz zu erreichen.

Allerdings kann die Zentralbank auch einfach den Banken die Zahlung des Ziel-Zinssatzes auf deren Überschussreserven anbieten und damit faktisch den Einlagenzins dem Ziel-Zinssatz gleichsetzen. Dadurch wird ebenfalls der Anreiz für die Banken, ihre Überschussreserven auf dem Interbankenmarkt auszuleihen, aufgehoben und die Zentralbank kann ihren Ziel-Zinssatz aufrechterhalten, ohne Staatsanleihen zu emittieren. Viele Vertreter der „Modern Monetary Theory" bezweifeln generell die Notwendigkeit, Staatsanleihen auszugeben. Die Funktionen, die diese Anleihen erfüllen – dazu gehören ergänzend zur Durchsetzung des Ziel-Zinssatzes der Zentralbank unter anderem auch die Schaffung eines Maßstabes für die Bewertung anderer Anlageklassen und die Bereitstellung eines „sicheren Hafens" für Anleger, aber eben nicht die Finanzierung von Staatsdefiziten –, könnten besser auf andere Weise ausgeübt werden. Darauf näher einzugehen, würde aber an dieser Stelle zu weit führen.

Für viele Ökonomen ist die Finanzierung des Staates durch seine Zentralbank Teufelszeug. Insbesondere die Angst vor Inflation steckt hinter dieser Ablehnung. Ist da was dran?

Es stimmt, dass viele traditionelle Ökonomen meinen, dass die sogenannte Kreditaufnahme des Staates bei der Zentralbank – von ihnen auch als „monetäre Finanzierung" oder einfach „Gelddrucken" bezeichnet – inflationär wirkt. Im Vergleich dazu sei bei Anleiheemissionen an den nichtstaatlichen Sektor das Inflationsrisiko von Defiziten eindeutig geringer. Warum? Die herrschende Lehre begründet dies damit, dass „Gelddrucken" die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stärker erhöhe als Anleihenverkäufe, weil letztere die Zinssätze hochtrieben und damit einen Teil der privaten Ausgaben verdrängten. Wir landen hier also wieder bei der „Crowding out"-These, die ich bereits im ersten Teil dieses Interviews als nicht haltbar kritisiert habe.

Zwar ist es richtig, dass Staatsausgaben die Gesamtnachfrage erhöhen, was unter bestimmten Voraussetzungen tatsächlich ein Inflationsrisiko birgt. Das aber gilt unabhängig davon, ob ein bestimmtes Niveau von Netto-Staatsausgaben mit entsprechenden Anleiheemissionen an den Privatsektor verbunden ist oder nicht. Das Inflationsrisiko liegt vielmehr in der Wachstumsrate der Ausgaben. Und dieses Risiko ist auch keineswegs auf den Staat beschränkt: Alle Ausgaben – private genauso wie staatliche – können inflationär sein. Nämlich dann, wenn sie dazu führen, dass das Wachstum der nominalen Gesamtnachfrage die Fähigkeit der Volkswirtschaft übersteigt, darauf mit einer entsprechenden Erhöhung des realen Outputs zu reagieren. Entscheidend ist also das Verhältnis zwischen Ausgaben und Produktionspotenzial.

Gibt es ein Beispiel dafür, dass eine hohe Staatsverschuldung nicht zwangsläufig eine hohe Inflation hervorruft?

Das beste Beispiel ist Japan, die drittgrößte Volkswirtschaft der Welt. Dort betrug die Staatsverschuldung im Jahr 2008 noch knapp unter 185 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, ist inzwischen aber auf fast 240 Prozent des BIP (2019) gestiegen. Gleichzeitig hat die japanische Zentralbank in den letzten Jahren massiv in den Staatsanleihenmarkt eingegriffen: Ende 2010 hielt sie nur etwa 8 Prozent aller ausstehenden japanischen Staatsanleihen, Ende 2018 war dieser Anteil auf 48 Prozent gewachsen. In der Logik der herrschenden Lehre hätten so hohe und steigende Staatsschulden und ein solches Verhalten der Zentralbank eigentlich eine exorbitant hohe Inflationsrate in Japan verursachen müssen. Davon kann aber keine Rede sein: Seit dem Jahr 2008 liegt in Japan – mit Ausnahme nur eines einzigen Jahres – die durchschnittliche Inflationsrate gegenüber dem Vorjahr kontinuierlich unter dem von der japanischen Zentralbank angestrebten 2%-Ziel; in insgesamt 5 Jahren bewegte sie sich sogar im negativen Bereich! Blickt man noch weiter zurück, so zeigt sich, dass es der japanischen Notenbank schon seit 1992 nicht mehr gelungen ist – von dem ge-

nannten einen Jahr abgesehen –, ihr Inflationsziel von zwei Prozent zu erreichen; die jährliche Inflationsrate lag stets darunter.

Sie sehen die Corona- oder Eurobonds kritisch, insbesondere, wenn die EZB keine relevante Rolle beim Aufkauf dieser Bonds spielt. Auch, weil Deutschland dann für die tatsächlichen oder vermeintlichen Fehler der anderen mithaftet?

Ich sehe Eurobonds nur dann kritisch, wenn die Bestimmung der Zinssätze den Kapitalmärkten überlassen bleibt. Deshalb muss die Forderung nach Eurobonds mit der expliziten Zusicherung der EZB einhergehen, diese Anleihen uneingeschränkt anzukaufen und die Zinsentwicklung zu kontrollieren, also die Zinsen auf einem niedrigen Niveau zu halten. Eurobonds wären so Anleihen der Eurozone ohne jedes Ausfallrisiko; Investoren könnten sie auf Wunsch jederzeit an die EZB verkaufen. Es käme durch Eurobonds also weder zu einer Haftungsunion noch zu einer Kostenbelastung für den Steuerzahler hierzulande.

Das ist eine durchaus realistische Option: Tatsächlich hat die EZB angekündigt, dass ihre Ankäufe im Rahmen des neu aufgelegten, umfangreichen Ankaufprogramms PEPP flexibel erfolgen würden, das Programm noch aufgestockt werden könne und auch die bisherige 33-Prozent-Ankaufgrenze für Staatsanleihen eines Landes nicht mehr gelte. Vor allem aber hat sie ausdrücklich betont, alle Möglichkeiten zu erkunden, die Volkswirtschaft der Eurozone während der gegenwärtigen Krise zu unterstützen. Selbst eine Änderung bestehender, selbst auferlegter Beschränkungen ziehe sie dazu in Betracht. Man kann also davon ausgehen, dass die EZB – zumindest auf absehbare Zeit – dazu bereit wäre, im Rahmen ihres Anleihekaufprogramms Eurobonds aufzukaufen und so dafür zu sorgen, dass die Zinsen sehr niedrig sind und bleiben.

Sie setzen also ganz auf die EZB. Haben wir damit das Problem, dass wir im Zweifel für die Fehler der anderen bezahlen, nicht einfach verlagert? Denn nun haften ja die Staaten als Eigentümer der EZB für deren Treiben.

Hinter dieser Frage steht offenbar die Sorge, dass z.B. Italien und andere Euroländer über Eurobonds höhere Staatsausgaben vornehmen, aber ihre Steuereinnahmen dann nicht reichen, um die Bonds zurückzahlen zu können. Zwar hätten die Investoren trotzdem jederzeit die Möglichkeit, die Eurobonds an die EZB zu verkaufen, die sie unbegrenzt ankaufen würde. Aber die EZB hätte in diesem Fall das Nachsehen, weil sie die Eurobonds abschreiben müsste, was ihr Eigenkapital verringern würde. Diese Befürchtung ist nicht neu: Schon vor rund 10 Jahren, als die EZB mit dem Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen ihrer Ankaufprogramme begann, wurde die Sorge geäußert, dass ihre Anleihenkäufe zu großen Gefahren für die Haushalte der Euroländer führen könnten, da bei einem Zahlungsausfall der Anleihen das Eigenkapital der EZB reduziert würde und die Eurostaaten dann neues Kapital nachschießen müssten.

Dieses Argument überzeugte schon damals nicht und trägt auch heute nicht. Denn eine Zentralbank ist nicht mit einer Geschäftsbank oder einem anderen Privatunternehmen zu vergleichen. Es gibt bei ihr nie Liquiditätsengpässe in eigener Währung. Sie ist stets dazu in der Lage, allen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, einfach, weil sie die erforderliche Liquidität selbst schaffen kann. Da dies so ist, stellt selbst eine Situation, in der eine Zentralbank ein negatives Eigenkapital aufweist, für sie kein Problem dar – sie kann ohne jede Einschränkung auch mit negativem Eigenkapital ihre Funktion erfüllen. Die Zentralbank Tschechiens verzeichnete sogar 12 Jahre lang – nämlich zwischen 2002 und 2014 – ein negatives Eigenkapital und blieb trotzdem unbegrenzt handlungsfähig.

Wie für jede andere Zentralbank gilt selbstverständlich auch für die EZB, dass sie in keiner Weise in ihrer Handlungsfähigkeit einge-

schränkt ist, wenn ihr Eigenkapital abnimmt oder sogar in den negativen Bereich fällt. So kann auch nie die Notwendigkeit eines Nachschusses von Kapital durch die Eurostaaten entstehen. Auch die Deutsche Bundesbank wies übrigens zu Beginn der 1970er Jahre aufgrund hoher Verluste auf ihre Währungsreserven durch Wechselkursänderungen ein negatives Eigenkapital auf, ohne dass sie vom Steuerzahler durch Kapitaleinschüsse gerettet werden musste.

Und wer immer noch nicht beruhigt ist: Eine Zentralbank erwirtschaftet normalerweise im längerfristigen Durchschnitt stets Gewinne, mit denen sie nach einem Zeitraum mit Verlusten ihr Eigenkapital kontinuierlich wieder aufbaut.

Die Euro-Regeln besagen, dass die gesamten Schulden eines Staates nicht mehr als 60 Prozent des Bruttoinlandsproduktes und die jährliche Neuverschuldung nicht mehr als 3 Prozent betragen darf. Sind diese Regeln sinnvoll?

An diesen Regeln ist überhaupt nichts Sinnvolles, es handelt sich um reine Phantasiezahlen ohne jegliche ökonomische Basis. Tatsächlich hat die herrschende Lehre nichts anzubieten, woraus sich auf einen optimalen oder auch einen gerade noch tolerierbaren Staatsschuldenstand schließen ließe. Der von den US-Ökonomen Kenneth Rogoff und Carmen Reinhart vor 10 Jahren herausgefundene und weltweit gefeierte Schwellenwert von 90 Prozent – eine Staatsschuldenquote über 90 Prozent würde das Wachstum drastisch verringern – erwies sich als peinlicher Rechenfehler, als Ergebnis einer fehlerhaft erstellten Excel-Tabelle. Dumm gelaufen. Da die Autoren des Vertrages von Maastricht nichts in der Hand hatten, entschlossen sie sich, für die Staatsschuldenquote einfach den gerade aktuellen Durchschnitt aller EU-Länder von fast genau 60 Prozent als Höchstgrenze festzuschreiben. Noch abstruser war die Entstehung der Haushaltsdefizit-Grenze von 3 Prozent des BIP. Die Idee stammte ursprünglich aus Frankreich, wo der 1981 neu gewählte Präsident Mitterand eine einfache Defizitregel zur jährlichen Neuverschuldung brauchte, um die Forderungen der Minister seiner Regierung nach mehr Geldmitteln abzuwehren. Zwei Ökonomen wurden beauftragt und dachten sich auf die Schnelle die 3%-Zahl aus, nach eigenen Angaben eine Zahl ohne jede theoretische Fundierung. Warum gerade 3 Prozent? Weil es eine einfache Zahl sei und an die Dreifaltigkeit erinnere, so erklärte Guy Abeille, einer der beiden Ökonomen, später. Die Heilige Dreifaltigkeit also als Begründung der Defizit-Grenze von 3 Prozent! Über Mitterand und Jahre danach über den späteren EZB-Chef Jean-Claude Trichet fand die 3-Prozent-Regel dann als französischer Vorschlag Eingang in den Stabilitäts- und Wachstumspakt. Ich glaube, das muss man nicht kommentieren.

Was wäre Ihrer Meinung nach besser für die Zukunft Europas: eine geordnete Rückabwicklung des Euro oder ein neues Regelwerk?

Es hat in der Vergangenheit ja schon zahlreiche Vorschläge gegeben, wie die Eurozone und die EU insgesamt in einen solidarischen Wirtschaftsraum verwandelt werden könnten. „Europa geht auch solidarisch" heißt etwa eine vor vier Jahren von sieben linken Autorinnen und Autoren verfasste Streitschrift, in der das Modell eines solidarischen Europas mit Hilfe einer demokratisch gewählten, supranationalen Wirtschaftsregierung in der Eurozone, einer alternativen Wirtschaftspolitik, einer Sozialunion, einer gemeinsamem Schuldenpolitik und einigem mehr durchgesetzt werden soll.

Ganz ehrlich: Ich denke, von so etwas sind wir Lichtjahre entfernt. Es genügt doch schon, sich das augenblickliche Gezerre um die Euro-

oder Coronabonds anzuschauen – die ja von Deutschland, aber auch von den Niederlanden, Österreich und Finnland strikt abgelehnt werden –, um zu sehen, wie es um die Solidarität in der Eurozone bestellt ist. Während in Italien zu Recht Ärger und Wut über das Nein der Bundesregierung wachsen, fällt beispielsweise dem CDU-Vorsitz-Kandidaten Friedrich Merz nichts Besseres ein, als zu behaupten, Italien schiebe Corona doch nur vor, um sich unbegrenzte Refinanzierungsmöglichkeiten für seinen Staatshaushalt zu verschaffen. Und in der Zeitung „Die Welt" wird über die Italiener geschimpft, die schon in der Vergangenheit oft genug keine Bereitschaft gezeigt hätten, sich an die EU-Spielregeln zu halten. Und diese Kritik kommt ausgerechnet aus einem Land wie Deutschland, das seit dem Jahr 2011 ununterbrochen gegen die EU-Spielregeln verstößt – nämlich diejenigen des „Makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahrens", das keine Leistungsbilanzüberschüsse von mehr als 6 Prozent des BIP erlaubt. Der französische Präsident Macron kommentierte das deutsche Nein zu Eurobonds vor kurzem sehr treffend: Deutschland sei immer dann für Europa, wenn es darum gehe, seine Güter zu exportieren, aber nicht mehr, wenn es darum gehe, Lasten zu teilen.

Aber sind das nicht vielleicht nur weniger bedeutsame Streitereien in einer besonderen Stresssituation?

Nein, insgesamt fügt sich der gegenwärtige Streit um die Euro- oder Coronabonds nahtlos in das Bild eines zunehmenden europäischen Desintegrationsprozesses ein. Paradoxerweise hat meiner Meinung nach gerade die Verwirklichung der Währungsunion aufgrund der damit einhergehenden Leistungsbilanzungleichgewichte, der Euro-Krisenpolitik der Troika und des mit ihr verbundenen ökonomischen und sozialen Kahlschlags vor allem in Südeuropa sowie der Offenlegung der hierarchischen Verhältnisse in der EU – mit der Dominanz Deutschlands – ein politisches Klima erzeugt, das nicht die europäische Integration, sondern die Spaltung Europas fördert. Auch wenn es befremdlich erscheinen mag: Die Wiedereinführung nationaler Währungen steht keineswegs im Widerspruch zur Idee eines stärkeren Zusammenwachsens Europas – sie könnte vielmehr diesen Prozess fördern, indem sie die durch die Währungsunion entstandenen massiven Konflikte und Spannungen zwischen den Ländern auflöst.

Ich möchte es deshalb einmal vorsichtig so formulieren: Es wäre meiner Ansicht nach falsch, allein auf Reparaturmaßnahmen der Konstruktionsfehler der Eurozone zu setzen und die Option einer geordneten Auflösung der Eurozone oder aber des Ausstiegs einzelner Länder von vornherein auszuschließen.

Herr Grunert, wir danken Ihnen für das Gespräch und die Beantwortung der Fragen.