

Sperrfrist: 28. August 2007, 10:30 Uhr

Geldpolitik und Staatsverschuldung: Unterschiedliche Perspektiven

Thomas J. Jordan*
Mitglied des Direktoriums
Schweizerische Nationalbank

13. Zermatter Symposium, 28.8.2007

* Der Referent dankt Caesar Lack von der Organisationseinheit Finanzmärkte der Schweizerischen Nationalbank für die wertvolle Unterstützung bei der Vorbereitung dieses Vortrages. Wertvolle Hinweise hat der Referent auch von Werner Abegg, Marlene Amstad, Ernst Baltensperger, Hans-Jürg Büttler, Peter Siegenthaler und Enzo Rossi erhalten.

1. Einführung

Ich freue mich sehr, heute in dieser einzigartigen Umgebung im Rahmen des 13. Zermatter Symposiums über ein Thema zu sprechen, das mir als Notenbanker sehr am Herzen liegt: die Bedeutung der Staatsverschuldung für die Geldpolitik. Der Grund für mein Interesse an der Staatsverschuldung liegt darin, dass sich einerseits die Wirkungsbereiche von Fiskalpolitik und Geldpolitik überschneiden und dass andererseits die Staatsverschuldung für das Funktionieren der Finanzmärkte eine zentrale Rolle spielt.

Nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Fiskalpolitik kann die Konjunktur beeinflussen. Und nicht nur die Fiskalpolitik, sondern auch die Geldpolitik kann Einnahmen für den Staat generieren. Theorie und Praxis haben jedoch gelehrt, dass es für eine Volkswirtschaft längerfristig vorteilhaft ist, wenn Geldpolitik und Fiskalpolitik ausschliesslich für ihre jeweils prädestinierten Zwecke eingesetzt werden, also die Geldpolitik für den Erhalt der Preisstabilität und in beschränktem Ausmass für die Dämpfung von Konjunkturschwankungen, und die Fiskalpolitik für einen möglichst effizienten Umgang mit Steuereinnahmen und für gesunde Staatsfinanzen. Fiskalpolitik eignet sich im Normalfall nur schlecht zur aktiven Konjunktursteuerung, und Geldpolitik eignet sich im Normalfall gar nicht als fiskalisches Instrument. Wird die Geld- oder die Fiskalpolitik für die falsche Aufgabe eingesetzt, dann ist die Erreichung des eigentlichen Ziels der jeweiligen Politik gefährdet. Geldpolitik und Fiskalpolitik bestimmen wesentlich die Rahmenbedingungen für eine erfolgreiche Wirtschaftsentwicklung. Eine mittel- und langfristig ausgerichtete Geld- und Fiskalpolitik dämpft zudem automatisch kurzfristige Konjunkturschwankungen.¹

Um der Gefahr zu begegnen, dass die Geldpolitik zur Verfolgung fiskalischer Ziele missbraucht wird, wurde die Geldpolitik in den vergangenen zwei Jahrzehnten in den meisten Ländern an eine unabhängige Notenbank delegiert – und zwar mit dem Auftrag, vorrangig Preisstabilität zu gewährleisten. Unabhängige Notenbanken sind keine Selbstverständlichkeit. Noch vor wenigen Jahrzehnten waren in den meisten Ländern die Finanzministerien gleichzeitig für die Geld- und die Fiskalpolitik verantwortlich. Die Folge waren tendenziell hohe Inflationsraten. Die Schweiz bildet hierbei eine Ausnahme. Die für die Geldpolitik zuständige Schweizerische Nationalbank ist seit ihrer Gründung vor genau 100 Jahren mit einem hohen Grad an Unabhängigkeit ausgestattet.

Aber auch heute noch werden – sogar in der Schweiz – immer wieder Rufe laut, die Geldpolitik sei für fiskalische Zwecke einzusetzen. Das ist insbesondere in Zeiten hoher Budgetdefizite oder bei Schwierigkeiten, spezifische Ausgaben zu finanzieren, der Fall. Ausufernde Budgetdefizite und Staatsschulden stellen somit, trotz der formellen Unabhängigkeit der meisten heutigen Notenbanken, stets eine potenzielle Gefahr für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik dar. Trotzdem sind Staatsschulden aus der Sicht der Geldpolitik nicht nur schlecht. Im Gegenteil, ohne Staatsschulden wäre eine moderne Geldpolitik schwer zu führen: Ein liquider Markt für Staatsanleihen ist eine Voraussetzung für einen modernen und

¹ Für eine ausführliche Diskussion der Rollenteilung zwischen Geld- und Fiskalpolitik siehe z.B. M. Solow (2005): "Rethinking Fiscal Policy" oder C. Allsopp und D. Vines (2005): "The Macroeconomic Role of Fiscal Policy", beide in: Oxford Review of Economic Policy 21(4).

effizienten Finanzmarkt, und funktionierende Finanzmärkte wiederum eine Voraussetzung für eine wirksame Geldpolitik. Dies wird uns gerade in diesen Tagen wieder klar vor Augen geführt.

Im Folgenden werde ich nun etwas detaillierter auf den Nutzen und die Gefahren der Staatsverschuldung für die Geldpolitik eingehen. Zunächst jedoch möchte ich noch kurz einige allgemeine Gedanken zur Staatsverschuldung anstellen.

2. Überlegungen zur Staatsverschuldung

Vorab möchte ich den Begriff der "Staatsverschuldung" definieren. Im Folgenden verstehe ich unter der Staatsverschuldung die auf den Finanzmärkten gehandelten Anleihen eines Zentralstaates, im Falle der Schweiz also des Bundes. Die Fristigkeiten dieser Papiere können von wenigen Wochen und Monaten (Treasury Bills, in der Schweiz Geldmarktbuchforderungen) bis zu mehreren Jahrzehnten reichen (Treasury Notes und Treasury Bonds, in der Schweiz Bundesanleihen). Diese Definition dürfte wohl auch ungefähr dem landläufigen Verständnis von Staatsschulden entsprechen, wobei oft auch die Verschuldung der Gliedstaaten und der Kommunen dazu gezählt werden.

Nicht nur aus geldpolitischer, sondern auch aus ökonomischer Sicht sind Staatsschulden nicht a priori etwas Schlechtes. Vergleichen wir, um dies zu verstehen, den Staat mit einer Unternehmung oder einem Individuum. Von diesen wird auch nicht erwartet, grundsätzlich schuldenfrei zu sein. Im Gegenteil, falls erfolgversprechendes Investitionspotenzial vorhanden ist, sollte eine Unternehmung investieren und sich dafür bei Bedarf verschulden. Eine Investition macht Sinn, solange der erwartete Profit die Kosten der Investition übersteigt. Eine Unternehmung, welche auf Fremdkapital verzichtet und nur mit Eigenkapital arbeitet, verpasst unter Umständen viele profitable Chancen und schöpft ihr Potenzial vielleicht nicht voll aus. Auch für Individuen kann es richtig sein, sich zu verschulden, insbesondere für grosse und einmalige Anschaffungen und Investitionen wie zum Beispiel den Kauf einer Wohnungseinrichtung oder eines Hauses. Auch hier gilt, dass der erwartete Nutzen grösser als die Kosten sein muss, damit die Anschaffung Sinn ergibt.

Nebst der Finanzierung von Investitionen ist der Ausgleich nicht zeitgleicher Einnahmen- und Ausgabenströme ein weiterer Verschuldungsgrund. Unternehmen können mittels Verschuldung wirtschaftlich schlechte Zeiten überbrücken, und junge Leute können zum Beispiel einen Ausbildungskredit aufnehmen, den sie beim Eintritt ins Erwerbsleben zurückbezahlen.

Diese Überlegungen gelten analog auch für den Staat. Wenn ein Staat viel versprechende Neuinvestitionen mit Schulden finanziert und dabei die Belastung über die Zeit verteilt, dann handelt er nicht verwerflich, sondern im Gegenteil verantwortungsvoll. Voraussetzung ist selbstverständlich, dass die Investitionen, zum Beispiel eine Schule, eine Autobahn oder ein Eisenbahntunnel, einen die Kosten übersteigenden Nutzen stiften. Auch ist es sinnvoll, temporäre Mindereinnahmen durch Schulden zu überbrücken. Dadurch können starke Schwankungen der Steuersätze verhindert werden (tax-smoothing).

Verschuldung ist somit nicht einfach abzulehnen. Die Möglichkeit, sich zu verschulden, oder mit anderen Worten, die Existenz von Finanzmärkten ist ein zentraler Faktor für das Funktionieren einer modernen Volkswirtschaft und damit für Wohlstand und Wachstum. Finanzmärkte ermöglichen die Transformation von Ersparnissen in Investitionen. Ferner ermöglichen sie eine Entkoppelung von Einkommen und Konsum bzw. von Steuereinnahmen und Staatsausgaben und dadurch die Glättung des Konsums über den gesamten Lebenszyklus sowie die Glättung der Steuersätze über den Konjunkturzyklus. Gleichzeitig kann die Möglichkeit, sich zu verschulden natürlich auch dazu führen, dass man eine Zeit lang über seine Verhältnisse lebt und die Ausgaben unvernünftig erhöht. Dies gilt für Private wie für den Staat.²

Aufgrund dieser Überlegungen wird deutlich, dass die Höhe der Staatsverschuldung allein kein ausreichender Indikator für den Gesundheitszustand der Staatsfinanzen ist. Für eine umfassendere Beurteilung der Staatsfinanzen wäre eigentlich die Nettoverschuldung des Staates von Interesse, also die Bruttoverschuldung abzüglich aller Vermögenswerte des Staates (Finanzvermögen, Staatsunternehmungen und Infrastruktur). Es dürfte jedoch schwierig bis unmöglich sein, die Aktiven eines Staates vollständig und richtig zu bewerten, da dafür oft keine Marktpreise zur Verfügung stehen. Für eine noch weitergehende Beurteilung der Staatsfinanzen müssten zudem auch die zukünftigen Verpflichtungen und Einnahmen eines Staates berücksichtigt werden. Diese zu schätzen dürfte noch schwieriger sein und je nach Rechnungsmethode zu unterschiedlichsten Resultaten führen.

3. Die Bedeutung der Staatsverschuldung für die Geldpolitik

Ich möchte nun auf die Bedeutung der Staatsverschuldung für die Geldpolitik zu sprechen kommen. Staatsschulden in der Form liquider, an den Finanzmärkten gehandelter Anleihen sind aus einer modernen Geldpolitik nicht wegzudenken. Unter Liquidität verstehe ich in diesem Falle, dass grössere Mengen an Wertpapieren gekauft oder verkauft werden können, ohne dass dies einen Einfluss auf deren Preis hat.

Liquide Staatspapiere spielen für die Geldpolitik in dreierlei Hinsicht eine Rolle: erstens im Entscheidungsfindungsprozess, zweitens bei der Implementierung der Geldpolitik und drittens im geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Im Folgenden möchte ich diese drei Rollen etwas näher erläutern. Dabei gehe ich davon aus, dass der Staatshaushalt in einer langfristig gesunden Situation ist, so dass die Refinanzierung der Staatsschuld immer gesichert ist und die Halter von Staatsobligationen diese als Schuld ohne Kreditrisiko betrachten.

3.1 Staatsschulden im Entscheidungsfindungsprozess: Zins als Informationsträger

Der erste Grund, weshalb die Existenz einer liquiden Staatsverschuldung für die Geldpolitik von Vorteil ist, sind die Informationen, welche in der Fristenstruktur der Zinsen von Staats-

² Für eine gut verständliche Einführung zum Thema Schulden siehe Ernst Baltensperger (2005): "Vom Sinn und Unsinn des Schuldenmachens", Walter-Adolf-Jöhr-Vorlesung 2005, Universität St. Gallen.

anleihen enthalten sind. Unter Fristenstruktur versteht man die Gesamtheit der Zinssätze bzw. der Renditen über das ganze Spektrum der Restlaufzeiten von vergleichbaren Wertpapieren, üblicherweise von wenigen Tagen bis zu mehreren Jahrzehnten. Die Renditen der Staatsanleihen spielen eine herausragende Rolle, weil Staatsanleihen in entwickelten Ländern als einzige Anleihen ohne Kreditrisiko gelten. Dies deswegen, weil ein Staat, im Gegensatz zu allen andern Emittenten, praktisch nicht bankrott gehen kann, da ihm weitgehende Besteuerungsmöglichkeiten zur Bedienung seiner Schuld zur Verfügung stehen.³

Renditen von Unternehmensanleihen (d. h. von Corporate Bonds) werden üblicherweise in vier Komponenten aufgeteilt: erstens in den erwarteten Realzins, zweitens in die Inflationserwartung, drittens in die Entschädigung für das eingegangene Kreditrisiko und viertens in eine Prämie für das Zinsänderungsrisiko. Diese Aufspaltung ist jedoch nicht ganz einfach. Erst die Existenz von Staatsanleihen, welche per Definition als risikolos gelten, ermöglicht es, die Kreditrisikoentschädigung zu identifizieren. Die Kenntnis der Kreditrisikoprämie erleichtert es denn auch, die Unterscheidung zwischen Realzins und Inflationsentschädigung vorzunehmen. Stark vereinfacht wird diese Unterscheidung in Ländern, in welchen inflationsgeschützte Anleihen emittiert werden, da sich aus diesen mehr oder weniger direkt die Inflationserwartungen ablesen lassen.

Aus der Kenntnis des risikolosen Nominalzinses, der Inflationsentschädigung und der Kreditrisikoprämie über die gesamte Fristenstruktur lassen sich für die Geldpolitik wertvolle Informationen gewinnen: Der risikolose Nominalzins enthält Informationen über den erwarteten Verlauf der Geldpolitik. Der risikolose Realzins enthält Informationen über die Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der Realwirtschaft. Die Inflationserwartungen widerspiegeln die Einschätzung des Marktes über die zukünftige Preisentwicklung. Schliesslich enthalten die Kreditrisikoprämien Information über das Risiko einzelner Schuldner und Anlagekategorien und somit implizit über die zukünftige Entwicklung einzelner Firmen, Sektoren oder sogar der ganzen Volkswirtschaft. Diese Informationen sind eine wichtige Informationsquelle der Geldpolitik.

Geldpolitik muss vorausschauend handeln, da zwischen einer geldpolitischen Massnahme und deren Wirkung mehrere Jahre verstreichen können. Für eine umfassende Lageanalyse muss sich die Geldpolitik somit auf zukunftsgerichtete Indikatoren und auf Prognosen stützen. Die Renditen von Staatsanleihen und die daraus abgeleiteten Grössen sind wichtige Indikatoren, auf welche eine Notenbank in ihren Beurteilungen und somit in ihrer Geldpolitik abstellt. Viele Modelle der Notenbanken für die Inflationsprognosen, die eine zentrale Grundlage der geldpolitischen Entscheidungen darstellen, basieren auf der Zinskurve für risikolose Staatsanleihen. Ohne Staatsanleihen wäre es nicht möglich, ein derart nuanciertes Bild der Konjunkturlage und der Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer zu erhalten, wie dies heute möglich ist.

³ Dennoch sind „Defaults“, d. h. der ausdrückliche Verzicht eines Staates, seinen Schuldendienst vertragsgemäss zu leisten, immer wieder vorgekommen.

3.2 Staatsschulden und die Implementierung der Geldpolitik: Staatsschulden als Kreditsicherheit

Staatsschulden spielen auch eine wichtige Rolle bei der Implementierung der Geldpolitik. Diese erfolgt heutzutage in den meisten Ländern mittels Offenmarktgeschäften und stehender Fazilitäten. Die Notenbank beeinflusst über Offenmarktgeschäfte und stehende Fazilitäten die Liquidität des Bankensystems und damit die kurzfristigen Geldmarktsätze. In beiden Fällen erwirbt die Notenbank in einem sog. Repo-Geschäft von den Geschäftsbanken bestimmte festverzinsliche Wertpapiere für eine im Voraus festgelegte Zeit als Kreditsicherheit bzw. als Collateral. Den Geschäftsbanken wird dafür im Gegenzug ein Guthaben in der Form von Zentralbankgeld gutgeschrieben. Es gibt mehrere Gründe, weshalb die Geschäftsbanken Zentralbankgeld halten: erstens als Liquiditätsreserve, zweitens zur Erfüllung der Mindestreservevorschriften und drittens für die Abwicklung von Zahlungen im Interbankenverkehr.

Staatspapiere spielen bei praktisch allen Notenbanken für die Offenmarktgeschäfte und die Inanspruchnahme stehender Fazilitäten traditionell eine wichtige Rolle. Die Verwendung von Staatspapieren für Repo-Geschäfte hat mehrere Vorteile: Einmal sind diese Papiere per Definition risikolos, so dass sich die Notenbank keine Gedanken über die Qualität der erhaltenen Papiere machen muss. Ferner bedeutet die Einschränkung auf liquide und standardisierte Titel für beide Seiten eine Vereinfachung dieser Geschäfte. Zwar kann eine Notenbank auch anderes, nicht staatliches Collateral akzeptieren, welches gewissen Mindestanforderungen an Bonität und Liquidität genügt. Die Abgrenzung zwischen notenbankfähigen und nicht notenbankfähigen Wertpapieren ist jedoch eine heikle Entscheidung, da sie Auswirkungen auf die Preise der Wertpapiere haben kann.⁴

Für die Implementierung der Geldpolitik hält die SNB im Schnitt 20-25 Milliarden Franken an Wertschriften als Collateral. Zusätzlich werden gegenwärtig rund 40 Milliarden Franken an Wertschriften im Interbanken-Repomarkt als Collateral benötigt. Der Umfang der akzeptierten Wertpapiere muss aber um ein Vielfaches grösser sein als die tatsächlich benötigten Mengen. Nur mit einem grossen Collateralkreis kann verhindert werden, dass es zu Knappheit und zu Preisverzerrungen kommt. Je grösser der Kreis der notenbankfähigen Anleihen, desto einfacher und billiger ist die Abwicklung von Repo-Geschäften.

Da der Umfang der schweizerischen Staatsverschuldung gemessen an der Grösse des Finanzsektors relativ gering ist, hat die SNB bereits vor einigen Jahren begonnen, den Kreis der notenbankfähigen Aktiven zu vergrössern und auch ausländische Titel in fremder Währung zu akzeptieren. Insgesamt existieren aktuell ca. 6'000 Milliarden Franken Anleihen, welche von der SNB als Collateral akzeptiert werden. Davon dürften rund 5'000 Milliarden Franken aus staatlicher Verschuldung stammen. Diese Zahl scheint sehr gross; es ist allerdings zu bedenken, dass diese Anleihen grösstenteils in Kundendepots liegen und für die Banken somit nicht als Collateral zur Verfügung stehen.

⁴ Zur Frage, welche Wertpapiere eine Notenbank im Austausch für Notenbankgeld erwerben soll, siehe J. A. Broaddus und M. Goodfriend (2001): "What Assets Should the Federal Reserve Buy?" Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly 87(1).

Die heute von vielen Notenbanken praktizierten Repo-Geschäfte würden durch einen Mangel oder gar ein gänzlichliches Fehlen von Staatspapieren deutlich erschwert; es müssten andere, riskantere und höchstwahrscheinlich weniger liquide Schuldpapiere definiert werden, welche als Collateral dienen können. Dadurch würde zusätzlicher Aufwand für die Bonitätsprüfung entstehen, und es müsste wohl ein bedeutender Abschlag auf den Marktwert als Kompensation für das Kreditrisiko in Kauf genommen werden. Ausserdem zeigt die aktuelle Situation des Misstrauens am Finanzmarkt, wie zentral das Vorhandensein von Schuldner bester Bonität ist.

3.3 Staatsschulden im Transmissionsmechanismus

Der dritte Grund, weshalb eine liquide Staatsverschuldung für die Geldpolitik von Vorteil ist, betrifft die Effizienz des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Der risikolose Zinssatz bzw. die Rendite von Staatsanleihen ist die Grundlage für die Berechnung der Risikoprämien anderer Anlagen. Staatsanleihen bzw. deren Zinsstruktur stellen folglich den Ausgangspunkt für die Berechnung sämtlicher anderer Finanzmarktpreise dar, von Corporate Bonds über Aktien zu Krediten bis hin zu Wechselkursen sowie zu praktisch allen Derivativen. Ich möchte hier nur auf ein konkretes Beispiel eingehen, nämlich Optionen. Die bekannteste Formel für die Berechnung eines Optionspreises ist die sog. Black-Scholes Formel, welche auf Fischer Black, Myron Scholes und Robert Merton zurückgeht.⁵ Die beiden letzteren erhielten für ihr Werk 1977 den Nobelpreis. Eine der Variablen in der sog. Black-Scholes-Formel ist der risikolose Zinssatz. Ohne ihn kann der Wert einer Option nicht bestimmt werden. Die Zinsstruktur der risikolosen Zinssätze stellt sozusagen das Fundament dar, auf welcher die moderne Finanzmarkttheorie beruht. Ohne risikolose Zinssätze wäre die Existenz der Finanzmärkte in ihrer heutigen Form nicht möglich.

Eine Notenbank ist auf funktionierende Finanzmärkte angewiesen, da die Transmission der Geldpolitik auf das Wirtschaftsgeschehen ausschliesslich über die Finanzmärkte abläuft. Vom geldpolitischen Instrument, dem Kurzfristzins, überträgt sich der geldpolitische Impuls entlang der Zinskurve auf die Langfristzinsen und beeinflusst damit den Preis und die Verfügbarkeit von Fremdkapital und somit Investitions-, Spar- und Konsumententscheidungen. Die Zinsen beeinflussen zudem die Wechselkurse und somit Exporte und Importe. Zudem beeinflussen die Zinsen die Preise von Aktien und Immobilien. Die Gesamtheit dieser Wirkungen, welche von einem geldpolitischen Impuls ausgehen und über die Finanzmärkte übertragen werden, beeinflusst schliesslich die Konjunktur- und die Konsumentenpreisentwicklung. Moderne Finanzinstrumente, deren Bewertung auf dem risikolosen Zinssatz beruht, steigern die

⁵ F. Black und M. S. Scholes (1973): "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy* 81 (3), und R. C. Merton (1973): "Theory of Rational Option Pricing", *Bell Journal of Economics and Management Science* 4 (1).

Effizienz der Finanzmärkte. Dadurch erhöht sich die Wirksamkeit der Geldpolitik, da Impulse schneller und präziser übertragen werden.

Ein Mangel an Staatspapieren kann die Funktionsweise von Finanzmärkten beeinträchtigen. Es ist daher durchaus vorstellbar, dass ein Land, welches sich in der komfortablen Situation befinden sollte, seine Schulden zurückbezahlen zu können, trotzdem weiterhin Staatsanleihen ausgibt, einzig um das Funktionieren der Finanzmärkte zu erleichtern.

In der Tat befindet sich z. B. Australien in dieser Situation. Australiens Nettoverschuldung, welche im Fiskaljahr 1995/1996 noch 18,5% des BIP betragen hatte, sank im Fiskaljahr 2005/2006 auf unter null. Als diese Entwicklung vor einigen Jahren absehbar wurde, entschloss sich Australien nach einer Prüfung der Alternativen, weiterhin genügend Treasury Bonds auszugeben, um einen liquiden Staatsanleihenmarkt zu garantieren. Die aufgenommenen Mittel werden in verschiedene Fonds und Programme investiert, deren Rendite übrigens deutlich höher liegen dürfte als die bezahlten Zinsen. Australien unterstützt somit nicht nur seinen Finanzmarkt, sondern erschliesst sich damit eine zusätzliche Einkommensquelle.⁶

Nicht zuletzt um den Finanzmärkten entgegenzukommen, entschloss sich das amerikanische Schatzamt letztes Jahr, die im Jahre 2001 eingestellte Ausgabe von dreissigjährigen Anleihen wieder aufzunehmen. Auch in diesem Fall ist diese Entscheidung für beide Seiten, den Emittenten und die Investoren, von Nutzen. Die USA erhöhen damit ihren Handlungsspielraum und diversifizieren die Restlaufzeiten ihrer Schulden. Die Investoren, insbesondere institutionelle Anleger wie Versicherungen und Pensionskassen, können durch den Erwerb langfristiger Anleihen die Fristenstruktur ihrer Aktiva und Passiva besser aufeinander abstimmen.

4. Gefahren einer übermässigen Staatsverschuldung für die Geldpolitik

Nach den Vorteilen eines liquiden Marktes für Staatsanleihen für die Geldpolitik möchte ich aber auch die Gefahren etwas ausführlicher erläutern, welche von der Staatsverschuldung für die Geldpolitik ausgehen. Dabei meine ich die Gefahr einer hohen Verschuldung, zu deren Bedienung die Geldpolitik herangezogen wird. Wie schon erwähnt, kann auch die Geldpolitik zu Steuerzwecken eingesetzt werden. Es gibt dabei grundsätzlich zwei Mechanismen, durch welche der Staat die Geldpolitik zur Mittelbeschaffung missbrauchen kann.

Erstens kann der Staat versuchen, die Notenbank dazu zu bewegen, die Seigniorage zu erhöhen. Seigniorage ist im Prinzip der Zinsertrag auf diejenigen Aktiven, welche eine Notenbank für die Ausgabe von zinslosem Geld erhalten hat. Die Höhe der Seigniorage hängt direkt von der Höhe des Notenumlaufs und des Nominalzinssatzes und somit der Inflationsrate ab.⁷

⁶ Siehe dazu auch B. Comley und D. Turvey (2005): "Debt Management in a Low Debt Environment: The Australian Government's Debt Management Framework", Working Paper 2005-02, Australian Treasury.

⁷ Vergleiche dazu E. Baltensperger und Th. J. Jordan (1998), "Seigniorage und Notenbankgewinn", Quartalsheft der SNB 16(4).

Es gibt mehrere Varianten, wie sich der Staat die Seigniorage zu Eigen machen kann. In den Industriestaaten transferiert die Zentralbank üblicherweise einen Teil ihrer Seigniorage an den Staat. In Entwicklungsländern kommt es aber auch heute noch vor, dass der Staat seine Ausgaben direkt durch die Notenpresse finanziert.

Ein zweiter Mechanismus, über welchen die Geldpolitik zu fiskalischen Zwecken missbraucht werden kann, ist etwas weniger offensichtlich und daher bedeutend heimtückischer: der Staat kann die Notenbank dazu zwingen, eine unerwartet expansive Geldpolitik zu betreiben. Dies führt mit der Zeit zu einem unerwarteten Anstieg der Inflation und somit zu einem realen Wertverlust bestehender Nominalschulden – der Staat inflationiert sozusagen seine bestehende Schuldenlast weg. Auch dies ist eine Art der Besteuerung, und zwar der Halter von Anleihen, insbesondere der Staatsanleihen.

Es ist für eine Volkswirtschaft nicht dienlich, die Geldpolitik im Sinne der Fiskalpolitik einzusetzen. Theorie und Praxis haben eindeutig gezeigt, dass Geldpolitik in erster Linie dazu verwendet werden soll, Preisstabilität zu gewährleisten. Ein Transfer der Seigniorage einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik an den Staat ist unproblematisch. Ein Missbrauch der Geldpolitik zur Erzielung von zusätzlichen Steuereinnahmen geht jedoch immer auf Kosten der Kaufkraft des Geldes. Besteuerung über die Geldpolitik führt somit zu Inflation mit all ihren unerwünschten Nebenwirkungen.

Die Geschichte des Geldes ist zugleich auch die Geschichte des Missbrauchs der Geldpolitik. Dieser Missbrauch kann schleichend vonstatten gehen, indem der Staat über eine moderate Inflation den Wert seines Geldes verringert. Der Missbrauch kann aber auch sehr rasch erfolgen, was dann jeweils zu einer Hyperinflation und einer anschließenden Währungsreform führt. Wahrscheinlich kennen Sie den berühmten und oft verwendeten Satz von Milton Friedman: "Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon" – Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen. Wenn man jedoch die historischen Inflationsepisoden betrachtet, ist man fast versucht zu sagen: "Inflation is always and everywhere a fiscal phenomenon" – Inflation ist immer und überall ein fiskalisches Phänomen. Der Grund für eine massive Geldvermehrung und somit die Geldentwertung war in vielen Fällen letzten Endes der Finanzbedarf des Staates. Viele Wissenschaftler betonen denn auch stark, dass Preisstabilität letztlich nur mit einer nachhaltigen Entwicklung der Staatsfinanzen vereinbar ist.⁸

Je schlechter die Situation der Staatsfinanzen und je geringer die Abschirmung der geldpolitischen Behörde von der Politik, desto höher ist die Gefahr, dass die Geldpolitik als Be-

⁸ Die Rolle der Fiskalpolitik für die Preisstabilität wird in der ökonomischen Fachliteratur ausgiebig behandelt. Ein Übersichtsbeitrag zum Verhältnis der Fiskalpolitik zur Geldpolitik stammt von Karl Brunner (1986), "Fiscal Policy in Macro Theory: A Survey and Evaluation", in: R. W. Hafer (Hrsg.), *The Monetary versus Fiscal Policy Debate: Lessons from Two Decades*. Totowa, Rowman and Allenheld.

Ein weiterer wichtiger Beitrag zum Verhältnis von Fiskal- und Geldpolitik stammt von Th. J. Sargent und N. Wallace (1981): "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(1).

steuerungsinstrument missbraucht wird. Versuche dazu können selbst heute noch in hochentwickelten Ländern mit unabhängigen Notenbanken beobachtet werden.

Daneben ist auch zu betonen, dass ungesunde Staatfinanzen die Geldpolitik sogar bereits negativ beeinträchtigen können, bevor die Notenbank sich in den Dienst der Staatsfinanzierung stellt. Eine exzessive Verschuldung kann dazu führen, dass die Wirtschaftsteilnehmer ihre Inflationserwartungen erhöhen, weil sie davon ausgehen, dass die Bedienung der Staatsschuld schliesslich über die Geldpolitik erfolgen wird.

Die im internationalen Vergleich tiefe Inflationsrate in der Schweiz und der stabile Franken sind nicht zuletzt auf die seit ihrer Gründung bestehende weitgehende Unabhängigkeit der SNB zurückzuführen. Zwar gab es immer wieder Versuche, die Geldpolitik vermehrt für fiskalische Zwecke einzusetzen. Kürzlich war dies mit der sog. KOSA-Initiative in einem gewissen Sinne der Fall. Diese Initiative sah eine Finanzierung der Sozialwerke durch die Gewinne der SNB vor. Diese Zweckbindung wäre vor allem angesichts der demografischen Perspektiven und der absehbaren finanziellen Bedürfnisse dieses Sozialwerkes äusserst problematisch gewesen. Das Schweizer Volk hat aber diesem Begehren eine klare Absage erteilt. Es gilt somit auch in Zukunft wachsam zu sein, dass die Geldpolitik nicht zum Instrument der Schuldenfinanzierung wird und die verfassungsmässig garantierte Unabhängigkeit der SNB respektiert wird. Die in der Schweiz praktizierte Glättung der Gewinnausschüttung, deren Höhe sich an den langfristigen Erträgen der Notenbank orientiert, hat den Vorteil, dass die Gewinnausschüttung weitgehend von kurzfristigen Fiskalbedürfnissen isoliert werden kann.

5. Schluss

Ich möchte zum Schluss meines Referats kommen. Gesunde Staatsfinanzen sind eine Voraussetzung für eine langfristig erfolgreiche Geldpolitik. Gesunde Staatsfinanzen bedeuten aber nicht notwendigerweise, dass die Staatsverschuldung null ist. Ein liquider Markt für Staatsanleihen ist für das Funktionieren der Finanzmärkte und für eine effiziente Geldpolitik von grossem Vorteil.

Um meinen Vortrag abzuschliessen, möchte ich einen berühmten Schweizer, Philippus Aureolus Theophrastus Bombastus von Hohenheim, auch Paracelsus genannt, zitieren: "All Ding' sind Gift und nichts ohn' Gift; allein die Dosis macht, dass ein Ding kein Gift ist." Die Diskussion über die Höhe der richtigen Dosis bei der Staatsverschuldung ist jedoch komplex und nicht Gegenstand meiner heutigen Ausführungen.