

**SCHRIFTEN**

**22**

ZUR MONETÄREN ÖKONOMIE

Dr. Klaus von Dohnanyi (Hrsg.)

## Notenbankkredit an den Staat?

Willi Albers, Klaus von Dohnanyi, Wolfgang Filc,  
Armin Gutowski, Hans-Hagen Härtel, Karl Schiller



Nomos-Verlagsgesellschaft  
Baden-Baden

# **SCHRIFTEN**

ZUR MONETÄREN ÖKONOMIE

Hrsg. von Professor Dr. Dieter Duwendag

Band 22

Dr. Klaus von Dohnanyi (Hrsg.)

# Notenbankkredit an den Staat?

Beiträge und Stellungnahmen zu dem Vorschlag,  
öffentliche Investitionen mit zins- und tilgungsfreien  
Notenbankkrediten zu finanzieren.



Nomos-Verlagsgesellschaft  
Baden-Baden

## *Danksagung*

Herzlichen Dank an Rainer Hotter, für die professionelle und mühsame Digitalisierung dieses Werkes.

Ebenso möchte ich Klaus von Dohnanyi vielmals danken, dass er sich für die Digitalisierung seines Buches ausgesprochen hat. Gerade im Internetzeitalter ist der freie Zugang zu Wissen von entscheidender Bedeutung. Der Inhalt dieses Buches ist aufgrund wirtschaftlicher Verwerfungen in Europa aktueller denn je. Es kann einen wichtigen Beitrag in der politischen Debatte der Piratenpartei zu zukünftigen Lösungen leisten.

Benedikt Weihmayr

## **CIP-Kurztitelaufnahme der Deutschen Bibliothek**

**Notenbankkredit an den Staat?:** Beitr. u. Stellungnahmen zu d. Vorschlag, öffentl. Investitionen mit zins- u. tilgungsfreien Notenbankkrediten zu finanzieren / Klaus von Dohnanyi (Hrsg.). [Willi Albers ...]. - 1. Aufl. - Baden-Baden: Nomos Verlagsgesellschaft 1986.

(Schriften zur monetären Ökonomie; 22)

ISBN 3—7890—1214.9

NE: Dohnanyi, Klaus von [Hrsg.]; GT

1. Auflage 1986

© Nomos Verlagsgesellschaft Baden-Baden 1986. Printed in Germany. Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, der photomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung vorbehalten.

## Inhaltsverzeichnis

Vorwort des Herausgebers	7
Teilnehmer an den Symposien	11
<i>Wolfgang Filc</i> Zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredit zur Finanzierung des sozialen Strukturwandels: Ein Bericht über die Symposien	13
<i>Willi Albers</i> Einige grundsätzliche Überlegungen zum Verhältnis zwischen Staat und No- tenbank	33
<i>Wolfgang Filc</i> Beiträge zu den vom Ersten Bürgermeister der Freien und Hansestadt Ham- burg einberufenen Symposien »Zinsbegünstigte Notenbankkredite«	45
I. Vorbemerkung	46
II. Zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredit zur Finanzierung öffentlicher Investitionen: 10 Thesen	47
III. Finanzierung öffentlicher Investitionen durch Notenbankkredit: Offene Fragen und ein Vorschlag im Hinblick auf eine Interimslösung	66
<i>Armin Gutowski, Hans-Hagen Härtel, Karl Schiller</i> Stellungnahme gegen den Vorschlag, öffentliche Investitionen mit zins- und tilgungsfreien Notenbankkrediten zu finanzieren	89
<i>Wolfgang Filc</i> Replik zur Kritik von A. Gutowski, H.-H. Härtel und K. Schiller	125
Anhang Auszug aus der Regierungserklärung von Dr. Klaus von Dohnanyi, abgegeben vor der Hamburger Bürgerschaft am 23. Februar 1983	135



## Vorwort des Herausgebers

Die wirtschaftliche Lage ist heute von einer Reihe sehr widerspruchsvoller Entwicklungen gekennzeichnet:

- Die Wirtschaft wächst, es gibt einen »Aufschwung«, aber die Arbeitslosigkeit nimmt dennoch zu;
- die Unternehmen weisen im Allgemeinen eine hohe Liquidität auf, aber die private Investitionstätigkeit ist gering;
- die Preissteigerungsraten sind niedrig, die Zinsen aber im Vergleich zu früheren Phasen geringen Preisauftriebs hoch;
- das industrielle Fundament wird durch Umweltschäden zunehmend gefährdet, aber die Beseitigung der Schadensursachen und Schäden ist angeblich nicht zu finanzieren.

Obwohl also Arbeitskräfte, finanzielle Mittel und Aufgaben vorhanden sind, bringen wir diese nicht so zusammen, dass sowohl die materiellen Aufgaben als auch das Problem der Beschäftigung gelöst werden kann.

Eine Ursache hierfür ist die hohe öffentliche Verschuldung. Denn angesichts ihrer Belastung mit Zinsen aus früherer Kreditaufnahme sind die öffentlichen Hände auf Sparkurs. Gäbe es den hohen Schuldenstand aus der Vergangenheit nicht (und die damit verbundenen Zinslasten), so könnten und würden Bund, Länder und Kommunen angesichts der Wirtschaftslage (hohe Arbeitslosigkeit, niedrige Preissteigerungsraten, ausreichendes Mittelaufkommen an Finanzmärkten und große öffentliche Bedarfe, z.B. im Umweltschutz) durch entsprechende Investitionen einen stärkeren Einfluss auf die Nachfrage aus üben.

Es ist also nicht der Schuldenstand, der die öffentlichen Haushalte zur fiskalischen Zurückhaltung zwingt, sondern seine Folgen: Die Zinsbelastungen und Tilgungsverpflichtungen.

*John Maynard Keynes* zeigte, dass konjunkturabhängige Zinssatzvariationen zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beitragen. Bei sinkender Güternachfrage, aber hoher Liquidität an den Finanzmärkten sollten nach diesem »logischen« Modell die Zinsen fallen. Damit würde die Kreditaufnahme erleichtert und so der finanzielle Handlungsspielraum der öffentlichen Hände zunehmen. Freilich beschränkte sich diese keynesianische »Logik« auf eine Volkswirtschaft ohne außenwirtschaftliche Beziehungen.

Die internationale Verflechtung der Volkswirtschaften hat diese Zusammenhänge jedoch stark geändert, wenn nicht zerstört. Die zunehmende Internationalisierung der Geld- und

Kreditmärkte hat auch den Zinssatz im Kern internationalisiert. Zinsabstände zwischen den Ländern drücken kaum noch das internationale Konjunktur- und Stabilitätsgefälle aus.

So hat der gegenwärtige, von den internationalen Finanzmärkten abhängige, »Marktzins« in der Bundesrepublik mit den ökonomischen Realitäten unserer Volkswirtschaft nur noch wenig zu tun.

Jeder Prozentpunkt des überhöhten Zinsniveaus bedeutet aber für die Gesamtheit der öffentlichen Hände in der Bundesrepublik heute eine Beschränkung ihrer Leistungsfähigkeit um rd. 5 Mrd. DM.

Ohne die starken außenwirtschaftlichen Einflüsse könnte das Zinsniveau in der Bundesrepublik bis zu 3 Prozentpunkte niedriger sein. Dies würde den öffentlichen Händen einen zusätzlichen Finanzierungsspielraum zwischen 10 und 15 Mrd. DM schaffen.

Der bisherigen Praxis keynesianischer Politik liegt offenbar ein Paradoxon zugrunde:

Wo ist die Logik einer Politik — Professor *Albers* hat in dieser Veröffentlichung auf diesen Zusammenhang hingewiesen —, die einen Konjunkturabschwung mit öffentlichen Kreditaufnahmen bekämpft, deren Zins- und Tilgungslasten in späteren Jahren zu begleichen sind, obwohl die dann bestehende Konjunkturlage zum Zeitpunkt der Kreditaufnahme völlig unüberschaubar ist? Beschäftigungspolitik richtiges Verhalten der öffentlichen Hände im ersten Zeitpunkt wird wegen der Zins- und Tilgungsfolge möglicherweise zum späteren Zeitpunkt nachträglich falsch.

Muss man sich mit dieser unbefriedigenden Situation abfinden?

Die Frage ist also, ob eine Finanzierung öffentlicher Defizite in der Phase des Abschwunges so erfolgen muss, dass damit der zukünftige finanzielle Handlungsspielraum der öffentlichen Hände zwangsläufig und unkalkulierbar begrenzt wird.

Die Professoren *Filc* und *Albers* antworten: »Nein«. Aus ihrer Sicht gibt es keinen zwingenden Grund, die öffentliche Kreditaufnahme zum Ausgleich einer Nachfrageschwäche im Jahre (x) zu Lasten späterer Jahre vorzunehmen. Die wirtschaftliche Logik von *J.M. Keynes* verlange vielmehr öffentliche Kredite potentialorientiert im Konjunkturabschwung so zu finanzieren, dass spätere prozyklische Konjunkturwirkungen ausgeschlossen werden.

Schlussfolgerung aus dieser Einsicht könnte sein, in einer Situation, in der das volkswirtschaftliche Produktionspotential unausgelastet ist und die übrigen Parameter dies erlauben, - also in der »keynesianischen« Situation - zur Finanzierung öffentlicher Aufgaben nicht nur Kapitalmarktkredite, sondern auch Zins- und/oder tilgungsfrei Kredite der Notenbank einzubeziehen.

Es ist schon aus unserer Geschichte verständlich, wenn derartige Überlegungen mit be-



schwörenden Händen abgewehrt werden. Aber aus ökonomischer Ratio ist dies nicht zwingend. Sicherlich wäre jede unkontrollierte, allein vom Staat zu bestimmende Geldschöpfung in der Marktwirtschaft mit unannehmbaren Risiken verbunden. Aber muss denn die Alternative so radikal zum heutigen System der öffentlichen Kreditaufnahme sein?

Um diese Frage zu beantworten, hat der Hamburger Senat in einem Symposium um Beratung gebeten. Grundlage des Symposiums war ein Abschnitt der Regierungserklärung des Senats vom 23. Februar 1983, der den hier vorgelegten Berichten und Stellungnahmen hinzugefügt wird.

Die Ausführungen der Professoren *Albers* und *Filc* in dem Hamburger Symposium zeigen, dass auch differenzierte Antworten möglich sind. Eine Ergänzung und Erneuerung des heutigen Instrumentariums der öffentlichen Kreditaufnahme erscheinen möglich; eine weitere Diskussion notwendig und sinnvoll. Der jüngste Schritt der Bundesregierung, die zinsbegünstigten KfW-Kredite für Umweltschutzinvestitionen aus Beschäftigungsgründen zu erweitern, zeigt ja sogar in Bonn Beweglichkeit in einer Richtung, wie sie in der Hamburger Regierungserklärung angedeutet wurde.

Die Professoren *Schiller* und *Gutowski* sowie Dr. *Härtel* weisen allerdings in ihrer ebenfalls hier abgedruckten gemeinsamen Ausarbeitung auf die aus ihrer Sicht bestehenden Risiken und Wirkungsmängel einer solchen Politik hin. Die Schrift erlaubt also, die verschiedenen Argumente gegenüberzustellen.

Symposium und diese Dokumentation sollten dazu dienen, die Diskussion über die Instrumente der Kreditfinanzierung der öffentlichen Hände voranzutreiben. Ziel dieser Debatte aus meiner Sicht sollte es sein, ihnen ein konjunkturpolitisch vernünftiges Verhalten mit geringerer Belastung zukünftiger öffentlicher Haushalte zu ermöglichen.

In einer solchen Politik müsste die Notenbank nach den Hamburger Vorstellungen eine gewisse gesamtwirtschaftliche Mitverantwortung über die Stabilisierung des Preisniveaus hinaus übernehmen, ohne jedoch das Ziel der Währungssicherung in irgendeiner Weise zu gefährden. Aber der Wert einer Währung wird ja auch nicht allein durch die Währungsreserven und von Preisniveaustabilität abgebildet, sondern sie wird doch auch durch eine leistungsfähige Wirtschaftsstruktur gewährleistet, die angemessen finanziert werden muss.

Die Diskussion des Symposiums, ihre Zusammenfassung und die Einzelbeiträge der Herren *Albers* und *Filc* zeigen mögliche Einsatzvarianten für ein solches Konzept auf. Die Ausarbeitung der Herren *Schiller*, *Gutowski* und *Härtel* betont die Risiken einer solchen Politik und macht ordnungspolitische Bedenken geltend. Ob und welche Vorschläge realisierbar sind, muss nun der weiteren Debatte der Fachleute und Politiker überlassen bleiben.

Ein erster Schritt könnte z.B. darin bestehen, Sondervermögen ins Leben zu rufen, die sich unmittelbar bei der Notenbank zu günstigen Konditionen refinanzieren können. So wurde in Österreich z.B. der »Investitionskredit AG« ein »Offen-Markt-Kontingent« eingeräumt, d.h. de facto ein zinsbegünstigter Kredit zur Verfügung gestellt; ebenso erfolgte dort eine Beteiligung der Notenbank an der »TOP-Kreditaktion« für technologieintensive Investitionen. Der Vorschlag eines Sondervermögens »Arbeit und Umwelt« der SPD-Bundestagsfraktion gehört wohl ebenfalls in diesen Zusammenhang.

Das Hamburger Symposium und die hier vorgelegte Zusammenfassung unterstreichen die Notwendigkeit kritischer Fragen an die bisherige Praxis der Kreditfinanzierung öffentlicher Ausgaben. Schlüssige wirtschafts- und währungspolitische Antworten im Einzelnen stehen sicherlich noch aus. Diese mussten von der Politik, unter Einbeziehung der Wissenschaft, in den zuständigen Parlamenten und Ausschüssen diskutiert werden.

Der Senat bedankt sich bei Wissenschaftlern und Praktikern für ihre Beiträge zum Hamburger Symposium.

Ich hoffe, dass die Beratungen in Hamburg auch den wirtschaftspolitischen Dialog zwischen Wissenschaft, Praxis und Politik nicht nur in diesem Feld neu beleben werden.

Hamburg, im November 1985

*Dr. Klaus von Dohmanyi*

## Teilnehmer an den Symposien

An den drei Sitzungen des Symposions konnten aus unterschiedlichen Gründen nicht alle Herren teilnehmen. Aus der folgenden, in alphabetischer Reihenfolge erstellten Übersicht ist die Anwesenheit der einzelnen Teilnehmer bei den Beratungen zu ersehen.

<i>Teilnehmer:</i>	3. 12. 1983	16. 6. 1984	22. 6. 1985
Prof. Dr. <i>Willi Albers</i> , Kiel	X	X	X
Dr. <i>Klaus von Dohnanyi</i> , Erster Bürgermeister der Freien und Hansestadt Hamburg	X	X	X
Dr. <i>Hans Fahning</i> , Geschäftslei- tender Direktor der Hamburgi- schen Landesbank	X	X	
Prof. Dr. <i>Wolfgang Filc</i> , Trier	X	X	X
Prof. Dr. <i>Armin Gutowski</i> , Prä- sident des HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung Ham- burg	X	X	X
Staatsrat Dr. <i>Diether Haas</i> , Se- natskanzlei Hamburg		X	
Dr. <i>Hans-Hagen Härtel</i> , HWWA - Institut für Wirt- schaftsforschung Hamburg			X
Prof. Dr. <i>Claus Köhler</i> , Mitglied	X		

des Direktoriums der Deutschen Bundesbank

<i>Teilnehmer:</i>	3. 12. 1983	16. 6. 1984	22. 6. 1985
Staatsrat <i>Hans-Joachim Kruse</i> , Senatskanzlei Hamburg	X	X	X
Dr. <i>Wilhelm Nölling</i> , Präsident der Landeszentralbank in Hamburg	X	X	
Prof. Dr. <i>Ewald Nowotny</i> , Abgeordneter zum Nationalrat, Wien	X	X	
Senatsdirektor <i>Helmut Raloff</i> , Leiter des Staats- und Planungsamtes in der Senatskanzlei, Hamburg			X
Prof. Dr. <i>Karl Schiller</i> , Jeseburg	X		X
Dr. <i>Harald Schulz</i> , Präsident des Rechnungshofs der Freien und Hansestadt Hamburg	X		X
OR <i>Hilmar Werdermann</i> , Staats- und Planungsamt in der Senatskanzlei			
Dr. <i>Ulrich Bauermeister</i> , Staats- und Planungsamt in der Senatskanzlei			

# Zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredit zur Finanzierung des sozialen Strukturwandels: Ein Bericht über die Symposien\*

von *Wolfgang Filc*, Trier

I.	Vorbemerkung	14
II.	Die Diskussionspunkte im einzelnen	14
	1. Konsequenzen gegenwärtiger wirtschaftlicher Fehlentwicklungen für die Finanzpolitik	14
	2. Allokationsfunktion des Zinses	17
	3. Entlastungswirkung zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredite für öffentliche Haushalte	20
	4. Autonomie der Bundesbank und Effizienz der Geldpolitik	23
	5. Inflationsgefahren	26
	6. Zinssteigerungen als Folge von crowding out	27
	7. Kleinere Lösungen	29
III.	Zusammenfassung der Ergebnisse	30

\* am 3. 12. 1983, 16. 6. 1984 und 22. 6.1985

## I. *Vorbemerkung*

Einen Überblick zu geben zu Inhalten und Ergebnissen der Diskussion dreier Symposien, die mit bis zu einjährigem Abstand zu einem sowohl wirtschaftstheoretisch als auch wirtschaftspolitisch brisanten Thema wie der Finanzierung von Staatsausgaben durch zinslosen Notenbankkredit stattfanden, ist keine leichte Aufgabe, zumal, wenn zu verschiedenen Fragen diametral entgegengesetzte Standpunkte vertreten werden.

Es hat seinen guten Sinn, dass sich ein Berichtstatter einer Gewichtung und Bewertung gegensätzlicher Argumente zu enthalten hat. Auch die beste Absicht in dieser Hinsicht mag dem Außenstehenden als wenig überzeugend erscheinen, wenn der Referent nicht neutral in der Sache ist, sondern eine pointierte Position einnimmt. Dennoch hat dieser Bericht seine Aufgabe allein darin, die vorgetragenen Standpunkte zu skizzieren und den Leser einzuladen, unter Berücksichtigung seiner Einschätzungen, Erfahrungen und Kenntnisse die Argumente abzuwägen und seine Position bezüglich der vom Ersten Bürgermeister der Freien und Hansestadt Hamburg angeregten Diskussion über ein neues Instrument zur Finanzierung öffentlicher Investitionen zu überdenken.

## II. *Die Diskussionspunkte im Einzelnen*

### 1. *Konsequenzen gegenwärtiger wirtschaftlicher Fehlentwicklungen für die Finanzpolitik*

In der Bestandsaufnahme gegenwärtiger wirtschaftlicher Problemfelder bestand weitgehend Übereinstimmung. Mit großer Besorgnis wurde die lang andauernde hohe Arbeitslosigkeit und die anhaltende Wachstumsschwäche registriert, einhergehend mit schleppenden Steuereingängen bei Bund, Ländern und Gemeinden. Zudem werde der Dispositionsspielraum öffentlicher Haushalte von steigender Zinsbelastung eingeschnürt. Umstritten war, ob die Wachstumsschwäche als Ausdruck einer keynesianischen Unterbeschäftigungssituation vor allem als Folge eines Nachfragemangels zu bewerten sei oder ob eher angebotsseitig Hemmnisse ein stärkeres Wirtschaftswachstum und damit eine Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt behinderten.

Hervorgehoben wurde, dass zu der nachfrage- oder angebotsseitig bedingten Wachstums-

schwäche weitere wirtschaftliche und gesellschaftliche Fehlentwicklungen wie das Waldsterben und die zunehmende Notwendigkeit der Entsorgung der Umwelt von Schadstoffen hinzugekommen sind. Bei der Diskussion um ein neues Instrument zur Finanzierung öffentlicher Investitionen gehe es deshalb um mehr als um die Frage, ob gemäß keynesianischer Rezeptur eine kreditfinanzierte Ausweitung der Staatsausgaben geeignet sei, das Wachstumstempo zu forcieren und die Arbeitslosenzahlen zu reduzieren. Vielmehr sei die gegenwärtige Kumulation wirtschaftlicher und gesellschaftlicher Probleme, auch als Folge wirtschaftspolitischer Fehlentscheidungen in der Vergangenheit, derart gravierend, dass einerseits öffentliche Investitionen mit dem Schwerpunkt bei Umweltschutzmaßnahmen unabweisbar geworden seien, andererseits neue Ausgaben die Finanzkraft von Bund, Ländern und Gemeinden überforderten. Deshalb müssten Möglichkeiten gefunden werden, mit denen die dringlicher gewordenen Aufgaben verwirklicht werden können, ohne dass andere wirtschaftspolitische Ziele dabei verletzt werden.

Wenngleich diese Beschreibung der gegenwärtigen wirtschaftlichen Situation und des Dilemmas öffentlicher Haushalte allgemein geteilt wurde, so wurden doch unterschiedliche Konsequenzen gezogen.

Von der einen Seite wurde vorgebracht, dass es wegen des äußerst geringen Manövrierspielraums zwischen verschiedenen Ausgabenkomponenten öffentlicher Haushalte illusionär sei, annehmen zu wollen, dass eine derartige Umstrukturierung rasch genug vollzogen werden könnte. So seien Zins- und Personalausgaben feste Ausgabeblocke, die innerhalb weniger Jahre nicht abgeschmolzen werden könnten. Deshalb ginge es nicht nur um eine schnelle Finanzierung eng umrissener unabweisbarer Ausgaben, um der krisenhaften Zuspitzung im Interesse nachwachsender Generationen Einhalt zu gebieten. Vielmehr seien neue Überlegungen notwendig, weil die herkömmlichen ökonomischen Denkmuster wenig tauglich seien, die gegenwärtigen und die absehbaren wirtschaftlichen und ökologischen Probleme zu meistern. So sei ein Verweis auf die Finanzierung eines unabweisbaren zusätzlichen Ausgabebedarfs der öffentlichen Hand an den Kreditmärkten keine Lösung. Denn auf der einen Seite habe es bei den Staatsausgaben in der Vergangenheit mancherlei Wildwuchs gegeben - auch zurückzuführen auf zu optimistische Prognosen über das Wirtschaftswachstum und damit die Steuereinnahmen - die eine Verringerung der Kreditfinanzierungsquote unumgänglich machten. Zudem sei es der Öffentlichkeit kaum plausibel zu machen, trotz Einschränkungen der Ausgaben etwa im Sozialbereich die öffentliche Kreditaufnahme nicht zu reduzieren, um andere Ausgaben finanzieren zu können. Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sollte fortgesetzt werden, auch um Irritationen der Finanzmärkte auszu-

schalten. Überdies solle vermieden werden, den Nachkommen steigende Zinslasten aufzubürden und dadurch ihre Möglichkeiten zu beschneiden, später möglicherweise erforderliche öffentliche Investitionen auf den Kreditmärkten zu finanzieren.

Im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wurde hervorgehoben, dass in der keynesianischen Situation eines temporären Nachfragemangels Produktion und Beschäftigung durch kreditfinanzierte zusätzliche öffentliche Ausgaben wirksam belebt werden könnten, allerdings zu Lasten steigender Zinsbelastungen in der Zukunft, bis hin zur Lähmung der Finanzpolitik bei nicht vorhersehbaren späteren zusätzlichen Anforderungen an öffentliche Haushalte. Folglich würde eine Kreditfinanzierung von Zukunftsinvestitionen in eine neuerliche finanzpolitische Sackgasse führen. Ein Weg, dieses Problem zu vermeiden, wäre eine institutionalisierte Beteiligung öffentlicher Haushalte an der Schöpfung von Zentralbankgeld. So wäre es z.B. in der Krise 1974/75 vorteilhaft gewesen, die Rezession mit einer zinslosen Mittelbereitstellung der Bundesbank an den Bundeshaushalt zu überwinden, nicht mit einer Kreditaufnahme an Finanzmärkten.

Von der anderen Seite wurde zunächst darauf hingewiesen, dass mit den Vorschlägen des Hamburger Senats zwei Fragen aufgeworfen würden, die streng voneinander getrennt werden müssen. Zum einen sei darüber zu diskutieren, ob die öffentliche Hand zur Bewältigung der aktuellen und längerfristigen Probleme zusätzliche Defizite zur Finanzierung von zusätzlichen Ausgaben eingehen könne und solle. Zum anderen stelle sich die Frage, ob es zweckmäßig und unbedenklich sei, staatliche Defizite durch zinslose Notenbankkredite statt durch Kapitalmarktkredite abzudecken.

Hinsichtlich der ersten Frage wurde die These vertreten, dass die gegenwärtige Wachstumsschwäche und Arbeitslosigkeit in ihrem Kern nicht auf Nachfragemangel zurückzuführen seien, der durch »deficit spending« zu beheben sei. Sie seien auch nicht mit einem Engpass staatlicher Infrastruktur zu erklären. Wenn tatsächlich Nachfragemangel oder Engpässe in der Infrastruktur verantwortlich wären, würde eine Aufnahme von Kapitalmarktkrediten die öffentlichen Haushalte nicht belasten, weil dann der Schuldendienst aus Steuereinnahmen gedeckt werden könne, die bei einer durch die öffentlichen Leistungen induzierten Steigerung des Sozialprodukts anfallen. Da aber eine solche Konstellation nicht gegeben sei, müsse die Bekämpfung der Wachstumsschwäche u.a. durch Konsolidierung der Staatsfinanzen erreicht werden. Ein weiterer Rückzug der öffentlichen Hand von den Kreditmärkten können zinssenkend wirken und damit Investitionen und wirtschaftliches Wachstum fördern. Mit der Senkung der Zinslast und mit den wachstumsbedingten Steuerermehreinnahmen erhalte der Staat künftig auch wieder Spielraum zur Finanzierung von zusätzlichen öffentli-



chen Aufgaben. Für die Gegenwart lasse sich finanzpolitischer Spielraum ohne Vorbelastung künftiger Haushalte und ohne Erhöhung der Steuerlast nur durch Kürzung von konsumtiven Ausgaben und Erhaltungssubventionen erreichen, die gegenüber den zukunfts-trächtigen Ausgaben geringere Priorität haben.

Wenn man die Hoffnung habe, der Staat könne die Vorbelastung künftige Haushalte vermeiden, indem er die Kredite zinslos von der Notenbank erhält, statt sie auf dem Kapitalmarkt aufzunehmen, so erliege man einem Irrtum. Denn in dem Ausmaß, in dem die Bundesbank dem Staat Kredite einräumt, könne sie — bei gleichem Geldmengenziel — nicht den Banken oder anderen Schuldnern verzinsliche Kredite gewähren. Die Bundesbank habe dann weniger Zinseinnahmen und könne deshalb weniger Gewinne an den Fiskus ausschütten. Berücksichtige man diese Einnahmeausfälle, dann seien zinslose Notenbankkredite für den Staat keineswegs kostenlos.

Im Gegensatz zur Bestandsaufnahme gab es also bei den Schlussfolgerungen bezüglich der Finanzierung von Zukunftsinvestitionen der öffentlichen Hand keine Übereinstimmung. Die Befürworter einer Beteiligung der Bundesbank bei der direkten Finanzierung eng begrenzter Staatsausgaben sahen sich Kritikern gegenüber, die ein derartiges Finanzierungsinstrument ablehnten. Dabei spielte die Allokationsfunktion des Zinses eine Rolle.

## *2. Allokationsfunktion des Zinses*

Der Zinssatz übernimmt eine wichtige Selektionsfunktion für die Investitionstätigkeit: Es werden nur jene Investitionen ausgeführt, deren für die Zukunft erwarteten und auf die Gegenwart ab diskontierten Nettoerträge höher sind als ihre Beschaffungskosten. Das dem marktwirtschaftlichen System inhärente Optimierungskalkül stellt sicher, dass nur jene Investitionsprojekte zum Zuge kommen, deren erwartete Ertragsrate mindestens gleichhoch ist, wie der jeweils geltende Marktzins. Übereinstimmung bestand darin, dass zinslose oder zinsbegünstigte Kredite die Gefahr der Fehlallokation der Ressourcen in sich bergen.

Kontrovers diskutiert wurde aber, ob dieses Optimierungskalkül ohne Einschränkungen auf eine Situation lang andauernder Unterauslastung der Sachkapazitäten anzuwenden ist und ob eine streng objektbezogene Förderung von Zukunftsinvestitionen der öffentlichen Hand gleich zu bewerten ist wie eine Zinssubventionierung privater Investitionen.

Gegen die Gleichsetzung öffentlicher mit privatwirtschaftlichen Investitionen wurde vorgebracht, der Staat habe nicht allein Investitionen zu finanzieren, die sich rentieren. Vielmehr

habe die öffentliche Hand Aufgaben zu übernehmen, die von der Privatwirtschaft nicht oder in nicht genügendem Ausmaß wahrgenommen werden. Das sind Projekte, deren Ertragsaussichten höchst unsicher sind, deren Erträge kaum zu bestimmen sind oder die sich erst nach Laufzeiten amortisieren, die außerhalb des Planungszeitraums von Unternehmen liegen. Dies gelte auch für den Vorleistungscharakter und die damit behauptete »indirekte Rentabilität« von Infrastrukturinvestitionen. In diese Richtung wiesen etwa höchst unterschiedliche Ergebnisse verschiedener Kosten-Nutzen-Analysen für ein und dasselbe Investitionsprojekt der öffentlichen Hand.

Eine objektbezogene Rechtfertigung der Kreditfinanzierung öffentlicher Ausgaben entsprechend den derzeitigen Bestimmungen des Grundgesetzes für die Normalverschuldung (Art. 115 Abs. 1 Satz 2)<sup>1</sup> sei deshalb äußerst fragwürdig, wie dies auch der Wissenschaftliche Beirat beim Bundesministerium der Finanzen in seinem »Gutachten zu den Problemen einer Verringerung der öffentlichen Nettoneuverschuldung«<sup>2</sup> zum Ausdruck gebracht habe.

Auch gegenüber einer an der konjunkturellen Lage orientierten, situationsbezogenen Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben mit Hilfe von Kapitalmarktkrediten seien Einwände zu erheben. So sei nicht zu akzeptieren, dass zur Belebung von Produktion und zur Verbesserung der Arbeitsmarktlage aufgenommene Kredite der öffentlichen Hand die Zukunft mit dem Schuldendienst belasten müssten, wenn Finanzierungsmöglichkeiten denkbar sind, die den künftigen Handlungsspielraum öffentlicher Haushalte nicht einengen.

Zudem sei es in allen Wirtschafts- und Gesellschaftssystemen alleiniges Vorrecht des Staates, finanzielle Mittel zur Erfüllung seiner Aufgaben zu erheben, ohne dafür einen direkt messbaren und zurechenbaren marktmäßig bewertbaren Gegenwert zu erbringen. Insoweit sei also ein zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredit trotz aller sonstigen Unterschiede vergleichbar mit einer Mittelbeschaffung durch Erhebung von Steuern und anderen Abgaben. Deshalb sei es nicht einsichtig, warum akzeptiert wird, dass steuerfinanzierte Staatsausgaben keinen privatwirtschaftlich gewinnorientierten Steuerungsmechanismen unterliegen, nicht jedoch gleichartige öffentliche Ausgaben, die durch Transfers von der Notenbank zu öffentlichen Haushalten finanziert würden. Die Legitimation öffentlicher Investitionen ergebe

1 An. 115 Abs. I Satz 2 Grundgesetz: Die Einnahmen aus Krediten dürfen die Summe der im Haushalt veranschlagten Ausgaben für Investitionen nicht überschreiten; Ausnahmen sind nur zulässig zur Abwehr einer Störung des Gleichgewichts Die Referenzsituation für den ersten Halbsatz nennt der Autor konjunkturellen Normalfall, die für den zweiten Halbsatz Konjunkturfalle.

2 Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen: Gutachten zu den Problemen einer Verringerung der öffentlichen Netto-Neuverschuldung Schriftenreihe des Bundesministeriums der Finanzen. Heft 34, 1984.

sich also nicht - wie in der Privatwirtschaft - aus rechenbaren Kosten-/Ertragsüberlegungen, sondern zu allererst aus der Notwendigkeit möglichst guter und möglichst preisgünstiger Erfüllung von Aufgaben im gesellschaftlichen Interesse, denen sich die Privatwirtschaft nicht widmet. Eine zinslose und tilgungsfreie Mittelbereitstellung der Zentralbank an öffentliche Haushalte mit der damit einhergehenden Ausschaltung der Selektionsfunktion des Zinses für Investitionsprojekte sei deshalb keineswegs gleichzusetzen mit einer Verschleuderung knapper volkswirtschaftlicher Ressourcen, sondern diese Form der Finanzierung käme dem Idealbild einer die Zukunft nicht belastenden Finanzierung als unabweisbar erkannter öffentlicher Aufgaben gleich. Zudem sei ein Kernproblem der Gegenwart und der absehbaren Zukunft nicht die Knappheit volkswirtschaftlicher Ressourcen, sondern im Gegenteil die lang andauernde Unterauslastung der Produktionsfaktoren. Dennoch, so war man sich einig, könne sich keiner eine Abschätzung der künftigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung mit Sicherheit anmaßen. Deshalb sei zu bedenken, ob eine institutionalisierte Bereitstellung von Notenbankkrediten an öffentliche Haushalte nicht mit einer Revisionsklausel versehen werden sollte, die dann zum Zuge käme, wenn das Produktionspotential ausgeschöpft sei. Eine andere Auffassung ging dahin, sich dann möglicherweise ergebende Inflationsgefahren aus mit Notenbankkrediten finanzierten Staatsausgaben geringer einzuschätzen als sich daraus ergebende gesellschaftliche Vorteile.

Von der anderen Seite wurde zwar betont, dass öffentliche Investitionen im Unterschied zu privaten Investitionen häufig keinen unmittelbaren Ertrag erbringen können und deshalb eine objektbezogene Rechtfertigung der Kreditfinanzierung schwierig, allerdings eine Begrenzung unumgänglich sei. Daraus folge jedoch nicht, dass der Staat selbst innerhalb dieser Grenzen seine Ausgaben ohne Rücksicht auf die Kosten festlegen dürfe, Zusätzliche Staatsausgaben gingen auf Kosten von sonst möglichen privaten Ausgaben. Den Regierungen und Parlamenten würden die Kosten der Staatstätigkeit dadurch bewusst gemacht, dass sie den Steuerwiderstand der Bürger überwinden müssen. Bei kreditfinanzierten Ausgaben solle das Kostenbewusstsein durch den Schuldendienst gewährleistet werden. Dieser zwingt den Staat zu rationalem Handeln, indem er Kredite nur dann aufnimmt, wenn deren Verausgabung über die Belebung des Wirtschaftswachstums 50 viele Steuereinnahmen erbringt, dass der Schuldendienst gedeckt wird, oder wenn die gegenwärtigen Ausgaben des Staates und der Privaten so dringlich sind, dass eine Vorbelastung künftiger Haushalte und Steuerzahler gerechtfertigt erscheint. Ein rational handelnder Staat könne die Kosten der Kreditaufnahme auch gar nicht außer Acht lassen, da er sie zu bezahlen habe. Diese Kosten entstünden ihm in Form von Einnahmeausfällen auch dann, wenn er zinslose Kredite von der Notenbank in

Anspruch nimmt. Eine Vernachlässigung der Kapitalkosten sei innerhalb des Staates nur möglich, wenn eine Gebietskörperschaft sie für eine andere Gebietskörperschaft übernimmt. Die einhellige Kritik an der Mischfinanzierung zeige jedoch, dass die Trennung von Kostenträgern und Investoren zu unbefriedigenden Ergebnissen geführt hat.

### *3. Entlastungswirkung zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredite für öffentliche Haushalte*

Breiten Raum nahm die Diskussion über die Entlastungswirkung ein, die bei öffentlichen Haushalten durch eine zinslose und tilgungsfreie Mittelbereitstellung der Zentralbank erreicht werden könne. Zunächst war es erforderlich, sich auf eine Orientierungsgröße zu einigen, an der sich die zinslose Mittelbereitstellung der Zentralbank an den Staat ausrichten sollte. Da eine Mittelbereitstellung der Notenbank Zentralbankgeld in Umlauf bringt, sollte sich die Gewährung zinsloser Notenbankkredite an dem von der Zentralbank anvisierten Ziel der Ausweitung der Zentralbankgeldmenge ausrichten. Aber auch bei dieser Frage nach der Orientierungsgröße gab es eine abweichende Auffassung. Es wurde der Kausalzusammenhang von der Zentralbankgeldmenge zur gesamtwirtschaftlichen Aktivität in Frage gestellt, und es wurde dafür plädiert, zur Beobachtung der monetären Expansion ein breites Geldmengenaggregat heranzuziehen, etwa die Geldmenge  $M_3$ . Dies könne die Möglichkeit geben, Notenbankkredite an den Staat höher zu bemessen als es der von der Bundesbank geplanten Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge entspricht. Freilich könne, so wurde eingewandt, die Wachstumsrate von anderen Geldmengenaggregaten auch kleiner als die der Zentralbankgeldmenge sein. Tatsächlich stimmt aber im langfristigen Trend die Wachstumsrate von  $M_3$  mit jener der Zentralbankgeldmenge überein. Nach längerer Diskussion wurde diese Sichtweise nicht weiter verfolgt. Man konzentrierte sich darauf, die von der Zentralbank geplante Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge als Obergrenze für eine die stabilitätspolitischen Ziele nicht verletzende zinslose Kreditgewährung an den Staat zu erachten.

Eine derartige Beschränkung akzeptiert die besondere Rolle des Zentralbankgeldes für das Aktiv- und Passivgeschäft der Kreditinstitute, für die Entfaltung der Aktivität und mithin für die allgemeine Preisentwicklung. Zugleich nimmt eine Orientierung an der geplanten Ausweitung der Zentralbankgeldmenge es hin, dass sich die maximal mögliche Bereitstellung zinsloser Kredite der Bundesbank an den öffentlichen Gesamthaushalt additiv zusam-

mensetzt aus der Gewinnausschüttung der Bundesbank - zumindest soweit, als ausländische Quellen dafür maßgeblich sind - und einer Kreditkomponente. Daraus ergibt sich die Forderung nach einer strengen Begrenzung des Finanzierungsinstruments: Zentralbankgeldmengen-neutrale, zinslose und tilgungsfreie Notenbankkredite an die öffentliche Hand sind - unbeschadet anderer Maßnahmen der Bundesbank - allein in Höhe der Differenz zwischen von der Bundesbank beabsichtigter Ausweitung der Zentralbankgeldmenge und der Abführung von Gewinnen aus dem Auslandsgeschäft - Zinserträge aus Währungsreserven und Kursgewinne aus Devisenverkäufen der Zentralbank - möglich.

Für die weitere Diskussion wurde die Konvention getroffen, dass allein die Alternative der Zuführung von Zentralbankgeld ausschließlich durch zinslose Staatskredite der Notenbank oder allein durch verzinsliche Refinanzierungskredite an Geschäftsbanken betrachtet werden sollte. Durch diese Vereinfachung, also durch Vernachlässigung anderer Komponenten von Zentralbankgewinnen und der Zentralbankgeld-Bereitstellung, wurde der Kern des Problems freigelegt: Welche Haushaltsentlastung bringen zinsfreie Zentralbankkredite an die öffentliche Hand, wenn dadurch zinsbringende Kredite an Geschäftsbanken ersetzt werden? Zwei Auffassungen standen sich gegenüber. Eine Sichtweise ging dahin, bei Substitution einer zusätzlichen Kreditaufnahme der öffentlichen Hand am Kapitalmarkt zu den normalen Zins- und Tilgungskonditionen durch zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredit sei keinerlei Entlastung zu erkennen. Denn die Notenbank würde in diesem Fall zinstragende Aktiva, etwa Handelswechsel, ersetzen durch zinslose Non-Valeurs öffentlicher Haushalte. Dadurch vermindere sich gleichwertig der an den Bundeshaushalt abzuführende Gewinn der Notenbank. Allenfalls könne eine Zinsdifferenz zwischen den Bankraten und dem höheren Kapitalmarktzins die öffentliche Hand entlasten. Eine Ausweitung der Staatsausgaben, finanziert durch zinslosen Notenbankkredit, sei bei gleichhohen Zinssätzen für die Refinanzierung der Kreditinstitute bei der Bundesbank und am Kapitalmarkt äquivalent mit dem Fall, dass der Staat die zusätzlichen Ausgaben durch Kapitalmarktkredite finanziert und die Notenbank Zentralbankgeld durch Erwerb verzinslicher Forderungen schafft und den daraus resultierenden Gewinn an öffentliche Haushalte abführt.

Die Befürworter des Finanzierungsinstruments sahen anhand einer Modellrechnung dagegen die Möglichkeit einer Entlastung öffentlicher Haushalte der Größenordnung von etwa 10 Milliarden DM je Jahr. Übereinstimmung mit der Sichtweise der Kritiker bestand darin, dass die Entlastungswirkung bei einer entsprechenden Rückführung der Kreditaufnahme an den Finanzmärkten in Höhe eines zinslosen Notenbankkredits (Substitutionsfall) allein anhand der Zinsdifferenz zu messen sei. Aber das zur Diskussion stehende Finanzierungs-

instrument sei nicht konzipiert als Mittel zur Haushaltskonsolidierung, sondern als Quelle kostenloser Finanzierung zusätzlicher vordringlicher Staatsausgaben. Verdränge der Notenbankkredit also nicht die Mittelaufnahme an den Finanzmärkten, sondern ergänze der Notenbankkredit den verzinslichen Kredit, so ergebe sich ein Entlastungseffekt, der sich in jedem Jahr bemisst als Differenz zwischen der Ausweitung der Zentralbankgeldmenge und sonst möglichen Zinserträgen der Bundesbank aus zusätzlichen Krediten an Geschäftsbanken. Hinzu käme die Kumulationswirkung der Zinsbelastung, die sich im zeitlichen Verlauf einstelle, wenn zusätzliche Staatsausgaben durch Kredite zu Marktkonditionen und nicht durch zinslosen Notenbankkredit finanziert würden. Zusammengenommen ergäbe sich hier aus eine erhebliche Entlastungswirkung und ein Ausweg aus der zunehmenden Einengung des Dispositionsspielraums öffentlicher Haushalte durch steigende Zinsbelastungen. In diesem Zusammenhang wurde verwiesen auf Berechnungen des Sachverständigenrats auf der Grundlage des Domar-Modells zur Zinsbelastung des öffentlichen Gesamthaushalts bei der Befolgung einer potentialorientierten Verschuldungsregel. Diese Rechnungen zeigen, dass die Kreditmarktverschuldung der öffentlichen Hand nur für begrenzte Zeit Entlastung verschafft, während auf längere Sicht der anfänglich höhere Dispositionsspielraum vom steigenden Zinsendienst aufgezehrt wird.

Dem wurde entgegengehalten, dass die fiskalische Gleichwertigkeit von zinslosen Notenbankkrediten und verzinslichen Kapitalmarktkrediten nicht davon abhängt, ob die Notenbankkredite zur Tilgung von bestehenden Kapitalmarktschulden verwendet werden oder an die Stelle von Kapitalmarktschulden treten, mit denen sonst die gewünschten zusätzlichen Ausgaben finanziert werden müssten. Der Liquiditätseffekt einer zusätzlichen Kapitalmarktverschuldung werde, wie oben gezeigt, durch den steigenden Zinsendienst zusehends aufgezehrt. Das gleiche geschieht, wenn zinslose Notenbankkredite in Anspruch genommen werden. In diesem Fall wird der Dispositionsspielraum des Kredits durch die zunehmenden Einnahmeausfälle aufgezehrt, die sich wegen der Schmälerung der Gewinnausschüttung der Notenbank einstellen. Bei gleichem Zinssatz für die Refinanzierungskredite der Notenbank und für die Kapitalmarktkredite des Staates seien die Mehrausgaben für Zinsen aus Kapitalmarktkrediten ebenso groß wie die Einnahmeausfälle bei der Gewinnausschüttung.

Die Befürworter der ersten Konzeption brachten vor, dass Zentralbank und öffentliche Haushalte zusammengenommen den öffentlichen Sektor bildeten und dass deshalb Kreditbeziehungen zwischen verschiedenen Stellen dieses öffentlichen Sektors anders zu bewerten seien als die Verschuldung öffentlicher Haushalte gegenüber Unternehmen und privaten Haushalten. Zweitens werde von den Vertretern der Gegenposition davon ausgegangen, dass

die im Zeitverlauf steigenden Zinszahlungen bei einer Kreditaufnahme der öffentlichen Hand an Finanzmärkten stets durch eine entsprechende zusätzliche Neuverschuldung finanziert werden. Hierin werde deutlich, dass bei der Bemessung der Entlastungswirkung - zwischen einem Liquiditäts- und einem Zinsbelastungseffekt zu unterscheiden sei. Sicherlich sei es so, dass sich bei ausreichender Ergiebigkeit der Finanzmärkte die öffentliche Hand unabhängig von der Zinswirkung Liquidität beschaffen können. Aber das gehe einher mit steigenden Zinsbelastungen, und zwar selbst unter der Annahme, dass jeder beliebige Kreditbedarf der öffentlichen Hand zinsneutral zu finanzieren sei. Würden die Zinsausgaben aber finanziert durch zusätzliche Kreditaufnahme, so ergäben sich Vorbelastungen öffentlicher Haushalte in der Zukunft, und es sei sehr fraglich, wie lange Private bereit und fähig sein würden, jeden beliebigen Kreditbedarf der öffentlichen Hand zu alimentieren. Dies sei der Weg gewesen, der in den vergangenen Jahren öffentliche Haushalte in eine finanzpolitische Sackgasse getrieben und der Haushaltskonsolidierung Vorrang vor anderen finanzpolitischen Zielsetzungen eingeräumt hätte. Zudem sei zu bedenken, dass aus der Sichtweise der Geschäftsbanken die absolute Grenze der Kreditwürdigkeit eines Privatkunden erreicht sei, wenn Kredite zur Begleichung von Zinszahlungen aufgenommen würden.

Auch nach ausführlicher Diskussion dieser beiden konträren Positionen bezüglich der Entlastungseffekte zinsloser Notenbankkredite anstelle zusätzlicher Kreditmarktverschuldung war keine einheitliche Beurteilung zu erzielen. Einige Teilnehmer blieben bei der Einschätzung, der zinslose Notenbankkredit als Ersatz für eine zusätzliche Verschuldung am Kapitalmarkt ergebe, von etwaigen Zinsdifferenzen abgesehen, keinerlei Entlastung für öffentliche Haushalte. Aber auch wenn dieses neue Finanzierungsinstrument den Dispositionsspielraum öffentlicher Haushalte ausweiten könnte, würde das nichts an ihrer ablehnenden Haltung ändern. Denn bei Einführung dieses Finanzierungsinstruments würden Inflationserwartungen geschürt, insbesondere würde die Autonomie der Bundesbank Schaden nehmen, und Effizienzverluste der Geldpolitik wären die Folge. Da der hohe Autonomiegrad der Bundesbank ein in höchstem Maße zu schützendes Gut sei, wäre jede Änderung abzulehnen, die die Gefahr in sich berge, daran etwas zu ändern.

#### *4. Autonomie der Bundesbank und Effizienz der Geldpolitik*

Auf die Einwände wurde erwidert, der Gefahr dadurch ausgelöster Inflationserwartungen bzw. einer Beeinträchtigung der Autonomie der Bundesbank solle dadurch begegnet wer-

den, dass die Obergrenze zinslosen Notenbankkredits an öffentliche Haushalte von der Bundesbank autonom hinsichtlich bestimmter Zielgrößen für die Expansion der Zentralbankgeldmenge gezogen werden sollte. Folglich bewege sich das neue Finanzierungsinstrument im Rahmen der von der Bundesbank ohnehin geplanten Geldmengenausweitung. Eine Konsequenz dieser Begrenzung sei es auch, dass bei an den Bundeshaushalt auszuschüttenden Bundesbankgewinnen, die den Rahmen der angestrebten Ausweitung der Zentralbankgeldmenge bereits voll ausschöpften, keine zusätzlichen Notenbankkredite möglich seien. Freilich sei im Einzelfall zu prüfen, ob die Gewinnentstehung dem privaten Sektor zuvor Zentralbankgeld entzogen habe. Würde diese Grenze für zinslose Notenbankkredite eingehalten, so ergebe sich kein Autonomieverlust der Deutschen Bundesbank, weil allein sie nach wie vor das Zentralbankgeldmengenziel festlege. Bedenken könnten sich allein daraus ergeben, dass bei einer Einschleusung von Zentralbankgeld allein oder vor allem durch zinsfreie Staatskredite sich die Notenbank veranlasst sehen könnte, das Zentralbankgeldmengenziel zu niedrig zu bemessen. Es wurde auch von einem Teilnehmer die Frage gestellt, ob die Notenbank-Autonomie so aufrecht erhalten bleiben müsse. Dieser Meinung wurde widersprochen

Auch für die Durchführung der Geldpolitik seien keine Effizienzverluste anzunehmen. Für die Zentralbankgeldversorgung gebe es in der geldpolitischen Praxis allein drei Wege: die Bereitstellung von Krediten an den privaten Sektor des Inlands, an die öffentliche Hand und an das Ausland. Zu konstatieren sei, dass im Gegensatz zu den 60er und den frühen 70er Jahren das Auslandsgeschäft der Bundesbank nicht mehr zu einer Bereitstellung von Zentralbankgeld beitrage, sondern im Gegenteil Zentralbankgeld absorbiere. Die Kreditnachfrage der privaten Nichtbanken verlaufe als Folge der Wachstumsschwäche seit geraumer Zeit schleppend, somit auch die daraus resultierende Nachfrage nach Zentralbankgeld. Hier läge es nahe, die staatliche Komponente der Zentralbankgeldbeschaffung zu aktivieren. Allein diese Quelle der Zentralbankgeldentstehung sei unabhängig von Zufälligkeiten der Kursentwicklung an den Devisenmärkten und vom Verhalten der Nichtbanken. Insoweit würde die Notenbank an Autonomie eher gewinnen, weil dann die Möglichkeit geschaffen würde, die Zentralbankgeldmenge zielbestimmt auszuweiten.

Auch die Effizienz der Geldpolitik, gemessen an ihrem Einfluss auf realwirtschaftliche Vorgänge, würde gesteigert, weil die staatliche Komponente der Zentralbankgeldversorgung - im Gegensatz zur Refinanzierungskomponente - das Nettogeldvermögen des privaten Sektors ausweitet. Besteht ferner ein gleichgerichteter Zusammenhang zwischen dem Bestand an Geldvermögen und Sachvermögen im privaten Sektor, so könnte bei der zur Diskussion



stehenden Umstellung des Weges der Zentralbankgeldversorgung ein expansiver Einfluss auf die Nachfrage an Gütermärkten ausgelöst werden.

Dem wurde entgegengehalten, dass der Kreditbedarf der privaten Wirtschaft selbst in Zeiten der Wachstumsschwäche ein Vielfaches des jährlichen Zuwachses der Zentralbankgeldmenge betrage, so dass die Bundesbank - wie auch die Praxis zeigt - keine Schwierigkeiten hat, die Zentralbankgeldmenge auch ohne staatliche Komponente planmäßig auszuweiten. Es sei auch nicht richtig, dass das Nettogeldvermögen der Privaten bei der Gewährung von Notenbankkrediten an den Staat höher sei, als bei der Gewährung von Refinanzierungskrediten an die Banken und gleichzeitiger Kreditaufnahme des Staates am Kapitalmarkt. Im zweiten Fall wird zwar das Nettogeldvermögen der Privaten durch die Verschuldung bei der Notenbank vermindert, jedoch im gleichen Ausmaß durch die zusätzlichen Staatstitel erhöht.

Zu bedenken gegeben wurde, dass bei einer Bereitstellung von Zentralbankgeld allein durch Notenbankkredit an öffentliche Haushalte die Bundesbank bei ihrer Geldmengensteuerung im Jahresverlauf blockiert sei, so dass sie ihr Geldmengenziel überschreite oder es von vornherein großzügiger bemesse. So wurde verwiesen auf die Wirkungen der Interventionsverpflichtung der Bundesbank im europäischen Währungssystem für die Liquiditätsausstattung der Banken. Dagegen wurde eingewandt, dass kurzfristige Abweichungen der Expansion der Zentralbankgeldmenge von ihrem Zielpfad als Folge marktmäßiger Vorgänge, denen sich die Zentralbank nicht entziehen kann, von der Öffentlichkeit nicht als Änderung des geldpolitischen Kurses interpretiert würden und dass dies keine Wirkung für den güterwirtschaftlichen Bereich habe. Zudem habe die Zentralbank die Möglichkeit, durch Aktivierung anderer liquiditätswirksamer Instrumente - etwa das Offenmarkt-Geschäft - eine zu reichliche Ausdehnung der Bankenliquidität zu verhindern. Ferner könne die Durchschlagskraft einer liquiditätsschöpfenden Offenmarkt-Politik verstärkt werden, wenn die Zentralbank im Gegenwert ihrer Forderungen gegenüber der öffentlichen Hand mit einem eigenen Wertpapieremissionsrecht ausgestattet würde. Schließlich könne einer Blockade der Feinsteuerung der Zentralbankgeldversorgung dadurch begegnet werden, dass sich die Bereitstellung zinslosen Notenbankkredits zunächst an der Untergrenze des von der Bundesbank anvisierten Zielkorridors für die Zentralbankgeldmenge orientiert und dass die Verfügung über diese Kreditusage für Zahlungen öffentlicher Haushalte im Jahresverlauf von einer Genehmigung der Bundesbank abhängig gemacht würde.

Bezüglich der Frage der Dispositionsfähigkeit der Bundesbank bei einer Zentralbankgeldversorgung durch Staatskredite bestand schließlich weitgehend Übereinstimmung darin, dass der erforderliche Spielraum für eine elastische Handhabung der Geldmengensteuerung ge-

wahrt bleibe. Einige Teilnehmer lehnten jede Festlegung der Zentralbankgeldmengen-Ausdehnung durch bindende Kreditzusagen an öffentliche Haushalte ab. In diesem Zusammenhang wurde verwiesen auf davon ausgelöste Inflationserwartungen.

### *5. Inflationsgefahren*

Das zur Diskussion stehende Finanzierungsinstrument hat streng die von der Bundesbank festgesetzten Grenzen der Expansion der Zentralbankgeldmenge zu beachten. Gedacht ist also nicht an eine Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben durch zusätzliche Geldschöpfung, sondern vorgeschlagen wird allein ein anderer Weg der Bereitstellung ohnehin erforderlichen Zentralbankgel des, der die Perspektive aufweist, öffentlichen Haushalten die ökonomische Stabilisierungsfunktion zurückzugeben. Würde der Zentralbankgeldmengen Schöpfung also ein dominierender Einfluss auf die Inflationsrate beigemessen, so wäre das neue Finanzierungsinstrument inflationsneutral.

Gegen diese Inflationsneutralität wurde eingewandt, dass dennoch bei einer Geldmengenschaffung durch Notenbankkredit an die öffentliche Hand in der Bevölkerung Inflationserwartungen angeheizt würden. Denn die Bevölkerung unseres Landes sei aus Erfahrungen der Vergangenheit gegenüber einem Zugriff des Staates auf Notenbankkredite überaus sensibilisiert. Diese schlechten Erfahrungen in Deutschland mit Notenbankkredit an den Staat sei eine wesentliche Ursache, warum das Bundesbankgesetz allein kurzfristige Kassenkredite an öffentliche Stellen gestattet.

Es wurde zugestimmt, dass Bedenken gegenüber einer Finanzierung von Staatsausgaben durch Notenbankkredit aus der Sicht einer in dieser Hinsicht von Vergangenheitserfahrung geprägten Öffentlichkeit verständlich sind und dass es deshalb darauf ankommen müsse, umfangreiche Öffentlichkeitsarbeit mit dem Ziel zu leisten, darzulegen, dass der zur Diskussion stehende Notenbankkredit in keiner Weise mit Darlehenskassenscheinen oder Mefo-Wechseln im Zusammenhang mit Kriegsfinanzierungen der Vergangenheit zu vergleichen sei. Das zu lösende Gegenwartsproblem bestünde darin, dass wegen der hohen Zinsbelastung öffentlicher Haushalte die Stabilisierungsfunktion gerade in einer Phase gelähmt sei, in der sie so notwendig ist wie selten zuvor. Es dürfe nicht geschehen, dass sich die Demokratie erneut fessele, diesmal deshalb, weil überkommene institutionelle Regelungen bezüglich des Weges der Zentralbankgeld-Bereitstellung konserviert würden. Hier sei eine öffentliche Diskussion auf breiter Basis erforderlich, um die Bevölkerung davon zu überzeugen, dass dieses

neue Finanzierungsinstrument nur unter der Bedingung eingeführt werden könne, dass Inflationsgefahren daraus nicht erwachsen. Zudem, so wurde ergänzt, sei nicht zu sehen, auf welche Weise Inflationsbefürchtungen das Preisniveau hinauftreiben könnten, wenn ein fester Zusammenhang besteht zwischen der Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge und der allgemeinen Preissteigerung, und wenn die Notenbank auch bei Einschleusung von Zentralbankgeld über die staatliche Komponente keinen Deut von ihrem Zentralbankgeldmengenziel abweichen muss.

Darauf wurde erwidert, man könne nicht sicher sein, dass die Öffentlichkeit den Versicherungen, mit dem Einsatz der Notenbank zur Finanzierung öffentlicher Haushalte werde die geldpolitische Autonomie nicht angetastet und der Geldwert nicht gefährdet, auch glaube, zumal wenn sie erkenne, dass zinslose Notenbankkredite ohne zusätzliche Geldschöpfung keine fiskalische Entlastung bringe. Die Inflationsbefürchtungen würden, selbst wenn sie sich als unbegründet erwiesen, zumindest vorübergehend die Zinsen in die Höhe treiben.

#### *6. Zinssteigerungen als Folge von crowding out*

Häufig wird behauptet, dass die Nettokreditaufnahme der öffentlichen Hand an den Finanzmärkten die Zinsen hochtriebe, private Kreditnehmer verdränge und auf diese Weise Investitionen der Privatwirtschaft unterdrücke. Gelte dieser Zusammenhang, so könne die Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben durch Notenbankkredit und nicht durch Inanspruchnahme der Finanzmärkte vollzogen werden, ohne über Zinssteigerungen private Investitionen zu verdrängen.

Diese Entlastungswirkung der Finanzmärkte wurde bestritten. Wenn der Staat seine Ausgaben ausweite und sie mit zinslosem Notenbankkredit finanziere, so dass die Notenbank entsprechend weniger Zentralbankgeld durch Gewährung verzinslicher Kredite an Banken und Nichtbanken bereit stellen könne, so sei das nicht nur unter fiskalischen Gesichtspunkten, sondern auch im Hinblick auf die Zinswirkungen gleichbedeutend mit dem Fall, dass der Staat zusätzliche Kredite auf dem Kapitalmarkt aufnimmt und die Notenbank Zentralbankgeld durch Gewährung verzinslicher Kredite an Banken oder Nichtbanken schafft. In beiden Fällen käme es zum crowding out. Bei einer staatlichen Kreditaufnahme auf dem Kapitalmarkt stiegen die Zinsen nachfragebedingt, bei einer Beanspruchung der Notenbank durch den Staat stiegen die Zinsen im gleichen Umfang, weil die Notenbank als Anbieter auf dem Kreditmarkt ausfiele.

Diese Position forderte Widerspruch heraus. Das Mittelaufkommen an den Finanzmärkten werde bestimmt von Einheiten, die Einnahmeüberschüsse aufweisen und vom autonomen Geldangebot der Zentralbank. Dabei sei es unerheblich, welchen Weg der Zentralbankgeldversorgung die Notenbank wählt. Muss eine Zentralbank in einem Währungssystem mit festen Wechselkursen Fremdwährungen stützen, so erhöht sich im gleichen Ausmaß das Mittelangebot an den inländischen Finanzmärkten. Zielt die Zentralbank auf eine Sterilisierung der Liquiditätswirkungen von Devisenzuflüssen ab, so kann sie kompensierende Transaktionen durchführen, etwa im Gegenwert der Devisenkaufe den Lombardkredit kürzen. Folge man der obigen Argumentation, so sei ein derartiges Kompensationsgeschäft mit einem crowding out am Markt für Zentralbankgeld als Teil des Systems der Finanzmärkte gleichzusetzen.

Banken benötigen Zentralbankgeld, weil sie Mindestreserven zu unterhalten haben und für Bargeldabforderung sowie Überweisungen der Nichtbanken auf Konten öffentlicher Haushalte bei der Zentralbank Sorge zu tragen haben. Über welchen Kanal Banken mit Zentralbankgeld versorgt würden, sei für den Liquiditätsspielraum von Banken und privaten Nichtbanken quantitativ belanglos. Würde Zentralbankgeld ausschließlich durch zinslosen Notenbankkredit in Umlauf gesetzt, so erhielten Geschäftsbanken über Zahlungen aus öffentlichen Kassen dieses Zentralbankgeld schließlich ebenfalls zum Nulltarif. Auf diese Weise würde also eine volumensgleiche Substitution zinskostender Refinanzierungskredite der Notenbank an Geschäftsbanken durch zinslose Zentralbankgeldversorgung vorgenommen. Gingen die Refinanzierungskosten der Banken bei ihrer Zinskalkulation ein, so wäre eher mit einer allgemeinen Zinssenkung als mit einem Zinsauftrieb zu rechnen.

Diese Kritik wurde von der anderen Seite als nicht stichhaltig angesehen. Zur Verdeutlichung wurde noch einmal betont: Bei dem herkömmlichen Instrumentarium gewähre die Notenbank Kredite an private Schuldner, dafür gewähren private Anleger Kredite an den Staat. Bei der vorgeschlagenen Änderung ändern sich die Kreditbeziehungen die Notenbank gewähre den Kredit nicht an die Privaten, sondern an den Staat, dafür können sich die privaten Kreditnehmer bei privaten Anlegern verschulden, die sonst die Staatstitel gekauft hätten. Insgesamt seien aber die Angebots- und Nachfrageverhältnisse auf den Finanzmärkten gleich, in beiden Fällen habe deshalb die staatliche Verschuldung den gleichen crowding out-Effekt.

Eine übereinstimmende Bewertung der Zinswirkungen einer zinslosen Bereitstellung von Notenbankkredit anstelle einer zusätzlichen Kreditmarkt-Verschuldung der öffentlichen Hand konnte also nicht erzielt werden.

## 7. Kleinere Lösungen

Vorherrschend war die Auffassung, dass das zur Diskussion stehende Finanzierungsinstrument rasch nicht zu realisieren sei.

Die Kritiker führten an, dass zinslose Dauerkredite der Notenbank an öffentliche Haushalte weder mit den Bestimmungen noch mit dem Geist des Bundesbankgesetzes zu vereinbaren seien. Die beabsichtigte und sich in der Vergangenheit bewährt habende strenge Trennung zwischen geldpolitischer Steuerung und Finanzpolitik ginge verloren, Missbrauchsgefahren seien nicht auszuschließen, die Effizienz der Geldpolitik würde Schaden nehmen, und eine Haushaltsentlastung ergäbe sich auch nicht.

Die Befürworter stellten entgegen, dass diese äußerst ernst zu nehmenden Bedenken durch strenge institutionelle Vorkehrungen ausgeräumt werden könnten. Das neue Finanzierungsinstrument könne eine kompensatorische Finanzpolitik mit dem Schwerpunkt der Förderung des sozialen Strukturwandels wieder funktionsfähig gestalten, ohne die Autonomie oder Effizienz der Geldpolitik in irgendeiner Weise zu beschränken. Ein Problem sei eine rasche Durchsetzung des Vorschlags, zumal dazu eine Änderung des Bundesbankgesetzes unumgänglich sei. Deshalb sei es notwendig, über eine Interimslösung nachzudenken. Hierbei sei zu trennen zwischen einer Situation mit hohen Bundesbankgewinnen und einer Situation mit einem Versiegen dieser Gewinne.

Übereinstimmung bestand darin, dass bei Verabschiedung des Bundesbankgesetzes und den dort festgelegten Gewinnverteilungsvorschriften nicht mit den derzeit hohen Gewinnen zu rechnen gewesen sei. Die Bestimmungen im Bundesbankgesetz trafen aber lediglich eine Aussage darüber, dass der Gewinn, nach Abzug einiger Korrekturposten, an den Bundeshaushalt abzuführen sei. Selbstverständlich könne das Bundesbankgesetz keine Regelungen über die Verwendung dieser Mittel beinhalten. Hier gäbe es Ansatzstellen, auch die Länder an den Bundesbankgewinnen zu beteiligen. Begründungen dafür reichten von der Außerordentlichkeit dieser Gewinne in zweistelligen Milliarden-Beträgen bis hin zur Berücksichtigung von »windfall-profits« aus anderen Quellen im System des föderativen Finanzausgleichs, etwa von Förderabgaben des Landes Niedersachsen.

Kritisiert wurde von einigen Teilnehmern der Einsatz der Bundesbankgewinne ausschließlich zur Konsolidierung des Bundeshaushalts. Vorzuziehen sei eine zumindest teilweise Verwendung der Gewinne zur Förderung öffentlicher Investitionen. Eine Beteiligung der Län-

der könne z.B. erreicht werden durch Einbeziehung dieser Mittel in den vertikalen Finanzausgleich oder durch ihre Einbringung in einen Fonds zur Vergabe zinsloser oder zinsbegünstigter Kredite zur Förderung öffentlicher Investitionen.

Zu trennen von der notwendigen Diskussion über die Verteilung und Verwendung des Bundesbankgewinns waren Überlegungen zur Begünstigung öffentlicher Investitionen durch Errichtung spezieller Sonderrefinanzierungskontingente bei der Bundesbank. Die Befürworter solcher Sonderkontingente waren allerdings der Ansicht, dass diese nur möglich seien, wenn sichergestellt wäre, dass die Bundesbank ihr Geldmengenziel realisieren könne. Folglich sei die Obergrenze vorgegeben durch die Differenz zwischen Zentralbankgeldmengenziel und der Geldmengewirkung der Verwendung des Bundesbankgewinns.

Einige Teilnehmer plädierten jedoch dafür, diese Möglichkeit nicht zu nutzen. Sie machten die gleichen Bedenken geltend, die sie zuvor gegen die Gewährung zinsloser Notenbankkredite geäußert hatten.

Eine kleinere Losung in Form derartiger Sonderkontingente wäre möglich ohne Änderung des Bundesbankgesetzes, und sie könne es ermöglichen, dass zumindest die drängendsten Projekte finanzierbar wären. Verschiedene Möglichkeiten der Ausgestaltung derartiger Finanzierungshilfen wurden diskutiert. Problematisch sei es, der Kreditanstalt für Wiederaufbau ein zusätzliches Kontingent zur Förderung öffentlicher Zukunftsinvestitionen einzuräumen, weil dieses Institut zinsbegünstigte Investitionskredite allein nach den üblichen bankbetrieblichen Prüfungen der Rentabilität von Investitionsprojekten vergibt. Vorzuziehen sei deshalb eine neue Organisationsform, etwa durch Schaffung eines Fonds, in den Bundesbankgewinne und zusätzliche Refinanzierungskontingente bei der Bundesbank eingespeist werden könnten. Verwaltet werden könnte dieser Fonds von einer zu gründenden Entwicklungsbank. Gegen eine derartige Organisationsform wurde eingewandt, dass die Schaffung völlig neuartiger Institutionen die Gefahr in sich berge, die rasche Durchsetzung dieser Konzeption zu blockieren.

### III. Zusammenfassung der Ergebnisse

- Übereinstimmung bestand darin, dass das Zusammentreffen einer lang andauernden Wachstumsschwäche mit zunehmenden Strukturproblemen und der Zuspitzung ökologischer Krisen besondere Anstrengungen erfordert. Unterschiede bestanden in den wirtschaftspolitischen Schlussfolgerungen. Eine Seite setzte vor allem auf die Fortführung

der Konsolidierung öffentlicher Haushalte durch Beschränkung des Anstiegs bei gleichzeitiger Umstrukturierung der Staatsausgaben, während die andere Seite bei Anerkennung des Konsolidierungsziels die Finanzierbarkeit zusätzlicher öffentlicher und/oder privater Nachfrage zur Linderung der augenfälligsten Fehlentwicklungen verlangte.

- Die stark gestiegene Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte engt den wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Handlungsspielraum des Staates ein.

Nach Ansicht eines Teils der Teilnehmer besteht eine Dilemmasituation zunehmender Staatsaufgaben und eingeengter Dispositionsfähigkeit öffentlicher Haushalte; einen Ausweg daraus könne u.a. eine zweckgebundene Verwendung des Bundesbankgewinns zur Förderung genau definierter Zukunftsinvestitionen bieten, wobei auch die Länder Zugang zu diesen Mitteln erhalten sollten. Bei einem Versiegen der Bundesbankgewinne könnten diese im Rahmen der oben genannten Begrenzungen ersetzt werden durch zinslose und tilgungsfreie Notenbankkredite. Die bestehenden Bedenken gegenüber einer derartigen Verknüpfung der Zentralbankgeldversorgung mit einer kompensatorischen Finanzpolitik könnten nach Ansicht der einen Seite ausgeräumt werden.

Die andere Seite plädierte jedoch dafür, die Pläne für den Einsatz der Notenbank zur Finanzierung öffentlicher Haushalte nicht weiter zu verfolgen. Da diese ohnehin keinen nennenswerten fiskalischen Entlastungseffekt hätten, solle man nicht unnötigerweise die Vorzüge aufs Spiel setzen, die das bisherige System mit seiner Trennung von Geld- und Finanzpolitik aufweise.

- Alle Teilnehmer stimmten darin überein, dass eine baldige Einführung des diskutierten Finanzierungsinstruments schon deshalb nicht zu realisieren sei, weil dazu eine Änderung des Bundesbankgesetzes erforderlich wäre. Ein Teilnehmer hielt es deshalb für vordringlich, auch die Diskussion um besondere Refinanzierungskontingente zu beleben. Die andere Seite legte dagegen dar, dass auch die Diskussion auf diesem Symposium sie nicht von den Vorzügen derartiger Vorschläge habe überzeugen können.





# Einige grundsätzliche Überlegungen zum Verhältnis zwischen Staat und Notenbank

Von *Willi Albers*, Kiel

## I. Grundlagen

Die historischen Erfahrungen haben gezeigt, dass durch Geldschöpfung finanzierte Staatsausgaben die Währung der betreffenden Staaten vollständig zerrüttet oder zumindest die Geldwertstabilität beeinträchtigt haben. Auch vor der Ausgabe von Papiergeld haben die Staaten durch Verschlechterung des Metallwerts der Münzen die Geldmenge vermehrt und auf diese Weise ihren Finanzbedarf gedeckt. Die Versuchung, durch Betätigung der Notenpresse oder durch Verschuldung - selbst zu hohen Zinsen - Ausgaben zu finanzieren, ist offensichtlich zu allen Zeiten groß gewesen. Die unpopuläre Steuererhebung konnte dadurch eingeschränkt werden. Im Zeitalter des Absolutismus ging es um eine kostspielige Selbstdarstellung der Monarchen und um eine Machtpolitik, die mit hohen Staatsausgaben durch viele Kriege verbunden war. Die beiden großen Inflationen in Deutschland sind durch Zentralbankkredite im Zuge der beiden Weltkriege verursacht worden.

Angesichts der mit einer exzessiven Kreditaufnahme verbundenen negativen Wirkungen hat die Legislative versucht, die Kreditfinanzierung der öffentlichen Haushalte zu beschränken. So wurde in Deutschland nach der inflatorisch wirkenden Finanzierung beider Weltkriege als erstes für den Staat der Zugang zum Notenbankkredit gesperrt. Zur Finanzierung der Aufrüstung vor dem Zweiten Weltkrieg war diese Hürde beseitigt worden, was damals zum Rücktritt von Reichsbankpräsident Hjalmar Schacht führte. Aber auch für im privaten Sektor aufgenommene Kredite des Staates hat man versucht, Grenzen festzusetzen, die die Kreditaufnahme so beschränken sollten, dass negative Wirkungen vermieden wurden. Die Reichshaushaltsordnung versuchte, dies durch die Aufteilung des Haushalts in einen ordentlichen und außerordentlichen Haushalt und die Bestimmung zu erreichen, dass nur Ausgaben des außerordentlichen Haushalts mit Krediten finanziert werden dürfen. Da es aber keine eindeutige Abgrenzung zwischen einem ordentlichen und außerordentlichen Bedarf gab, wurden die Ausgaben zwischen dem ordentlichen und außerordentlichen Haushalt

hin- und hergeschoben, je nachdem, welchen Teil der Ausgaben man durch Kredite decken wollte. Auch das zusätzlich für die Zulässigkeit einer Kreditfinanzierung verwendete Kriterium, es müsse sich um »Ausgaben für werbende Zwecke« handeln, erfüllte die Aufgabe, die Kreditfinanzierung zu beschränken, nicht in ausreichendem Maße, weil es viel zu unbestimmt war.

Bei der Änderung der Haushaltsordnung 1969 hat man deshalb versucht, die Obergrenze für die Zulässigkeit der Kreditaufnahme dadurch präziser zu fassen, dass man die Kredite an die Ausgaben für Investitionen band. Dass auch dies nicht befriedigt hat, zeigt das noch anhängige Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht wegen der Nichteinhaltung dieser Grenze durch den Bund. Außerdem hat man spezifische Bestimmungen für die Kreditfinanzierung zur Bekämpfung einer Rezession in das Haushaltsrecht aufgenommen, weil diese Grenze für eine konjunkturstabilisierende Finanzpolitik nicht passte.

Trotz aller Versuche, die Kreditaufnahme des Staates zu beschränken, hat sich im Ergebnis das Niveau der Staatsverschuldung so erhöht, dass die Zinsbelastung die Erfüllung der öffentlichen Aufgaben beeinträchtigt und die starke Beanspruchung des Kreditschöpfungspotentials durch den Staat die Finanzierung privater Investitionen erschwert hat.

Auch wenn die Zinsausgaben noch lange nicht einen Anteil an den Staatsausgaben wie in einigen anderen Staaten in der Vergangenheit erreicht haben (Frankreich 1773 unter Colbert 43v. H., England 1784 30v. H., Österreich 1810 29v. H.<sup>1</sup>), hat der ständige Anstieg von etwa 3v.H. Anfang der 70er Jahre bis auf etwa 10v. H. in der Gegenwart den Spielraum für öffentliche Ausgaben beschränkt. Das ist umso spürbarer, als gleichzeitig infolge der Verschlechterung der Wirtschaftslage die Zuwachsraten der Steuereinnahmen kleiner geworden sind und die Konsolidierung der Staatshaushalte — Abbau des strukturellen Defizits — deshalb nur durch Kürzung von Ausgaben erreicht werden kann. Der Umfang der Staatsverschuldung übersteigt die gesamten Ausgaben der Gebietskörperschaften pro Jahr inzwischen um fast 20v. H., und der Anteil der Staatskredite am gesamten Kreditvolumen der Volkswirtschaft belief sich Ende 1983 auf 37 v.H.

Hieraus ergeben sich zwei Schlussfolgerungen: Auf der einen Seite muss die Wiederholung einer exzessiven Kreditaufnahme für die Zukunft verhindert werden, auf der anderen Seite darf die Erfüllung wichtiger öffentlicher Aufgaben - z.B. Bekämpfung der Arbeitslosigkeit - nicht daran scheitern, dass Finanzierungsmittel fehlen. Das lässt sich nur durch eine Änder-

1 Die Ausgaben für Frankreich und England beziehen sich auf den gesamten Schuldendienst, also einschl. Tilgung.

ung der gesetzlichen Bestimmungen über die Kreditfinanzierung öffentlicher Aufgaben erreichen. Eine solche Neuordnung setzt voraus, dass geklärt ist,

1. wann überhaupt eine Kreditfinanzierung zulässig oder wünschbar sein soll und
2. nach welchen Kriterien ihr Umfang zu bestimmen ist.

Für eine Kreditfinanzierung werden folgende Argumente vorgebracht:

1. Rentable Investitionen werfen Erträge ab, aus denen der Schuldendienst (Zinsen und Tilgung) bestritten werden kann. So wie private Investitionen mit Krediten finanziert werden, könnten in solchen Fällen auch für öffentliche Investitionen Kredite aufgenommen werden. Dies würde dazu beitragen, dass sich die Kosten zeitlich so verteilen, wie die Investitionen Nutzen abgeben (Pay-as-you-use Prinzip).

Gegen eine solche Argumentation ist nichts einzuwenden; nur die praktische Bedeutung ist unbedeutend, weil es derartige im privatwirtschaftlichen Sinne rentable Investitionen kaum gibt. Und soweit im öffentlichen Bereich solche Investitionen noch vorkommen, werden sie überwiegend von rechtlich selbständigen Unternehmen durchgeführt, die aus den öffentlichen Haushalten ausgegliedert sind (Nettobetriebe), so dass die Finanzierung derartiger Investitionen außerhalb der öffentlichen Haushalte erfolgt.

2. Auch wenn öffentliche Investitionen keine unmittelbaren Erträge für den Investor abwerfen, sei eine Kreditfinanzierung gerechtfertigt, weil eine »Umwegrentabilität« bestehe. Die öffentlichen Investitionen verbessern die Produktionsbedingungen der privaten Unternehmen und erhöhen dadurch das Sozialprodukt, so dass das Steueraufkommen sich ebenfalls erhöht. Aus diesen gestiegenen Steuereinnahmen könne dann der Schuldendienst bestritten werden.

Dieses Argument gilt nur für den Teil der öffentlichen Investitionen, der Unternehmen zugutekommt (Vorleistungen), der größere Teil verbessert aber die Wohn- und Freizeitmöglichkeiten der privaten Haushalte, die das Steueraufkommen nicht erhöhen. Ein exakter Zusammenhang mit einem schnelleren Wachstum lässt sich nicht herstellen, so dass man sich mit dieser Argumentation auf den gleichen schwankenden Boden wie früher mit den »werbenden Zwecken« begibt und einer zu großzügigen Kreditaufnahme Tür und Tor geöffnet würde.

Das hinter beiden Argumenten für eine Kreditfinanzierung stehende Pay-as-you-use Prinzip ist im Übrigen nur dann relevant, wenn die mit Krediten zu finanzierenden Ausgaben mi

Zeitablauf stark schwanken; denn andernfalls würden die zur Tilgung und Verzinsung erhobenen Steuern sich zeitlich kaum anders verteilen, als wenn die Steuern zur Finanzierung der betreffenden Ausgaben unmittelbar erhöht worden wären. Das hätte den Vorteil, dass der Staat die zusätzlichen Ausgaben für die Verzinsung der Kredite sparen könnte. Solche Ausgabespitzen bestehen zwar in Kriegszeiten und bei anderen nationalen Notlagen; normalerweise entwickelt sich das Ausgabevolumen der öffentlichen Haushalte aber kontinuierlich. Man orientiert sich bei der Haushaltsplanung an den mit dem Sozialprodukt wachsenden Steuereinnahmen.

Größere Schwankungen der Investitionen, die sich auch auf den Gesamtumfang der Ausgaben auswirken, treten nur auf der Gemeindeebene auf. Aber das trifft in der Regel auch nur für kleinere Gemeinden mit weniger als 10 000 - 20 000 Einwohner zu.

Aus der behaupteten »Umwegrentabilität« öffentlicher Investitionen lässt sich also keine generelle Rechtfertigung für ihre Kreditfinanzierung ableiten.

3. Neben diese objektbezogenen Begründungen für eine Kreditfinanzierung sind in dem Maße, wie als Folge des erhöhten Staatsanteils und der damit dem Staat zugefallenen wirtschaftspolitischen Aufgaben die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen der öffentlichen Tätigkeit wichtiger geworden sind, situationsbezogene Begründungen für eine Kreditaufnahme getreten.

In der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg hat die von Keynes entwickelte Stabilitätspolitik, die zum ersten Mal in der Weltwirtschaftskrise zur Schließung einer »Nachfrangelücke« im privaten Bereich angewendet wurde, die größte Bedeutung erlangt. Durch das Stabilitäts- und Wachstumsgesetz und eine entsprechende Änderung des Haushaltsrechts einschließlich der dafür relevanten Artikel der Verfassung wurden Ende der 60er Jahre die rechtlichen Voraussetzungen für eine konsequente Stabilitätspolitik der öffentlichen Hand geschaffen. Auch dieses Instrumentarium hat jedoch nicht vor einem Missbrauch bei der Kreditfinanzierung geschützt und diese Politik in Misskredit gebracht. Die Schwierigkeit besteht darin, zu bestimmen, wann ein Handlungsbedarf des Staates für eine expansiv wirkende Finanzpolitik besteht. Nicht immer ist eine erhöhte Arbeitslosenzahl auf eine Nachfrageschwäche zurückzuführen.

Verzögerte Anpassungen an geänderte wirtschaftliche Daten können zu Strukturschwächen in bestimmten Branchen führen. Solche Friktionen können auf eine mangelnde Mobilität der Arbeitskräfte zurückzuführen sein, die besonders dann zu erwarten ist, wenn die soziale Absicherung so gut ist, dass ein Berufs- und/oder Ortswechsel als das größere Übel im Ver-

hältnis zum Einkommensverlust beim Ersatz von Arbeits- durch Sozialeinkommen angesehen wird. Für die Unternehmer kann die Starrheit der Löhne eine Anpassung erschweren. Sind jedoch die der Keynes'schen Lehre zugrunde gelegten Prämissen erfüllt, ist auch die mit Hilfe der Finanzpolitik zu verwirklichende Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ein geeignetes Mittel zur Bekämpfung der Gleichgewichtsstörung, d.h. in einer Rezession ist ein Defizit bzw. die Verschlechterung des Haushaltsergebnisses angebracht. Ob ein solches Ergebnis mit Hilfe von Ausgabeerhöhungen oder Steuersenkungen besser zu erreichen ist, stellt ein weiteres Problem dar, auf das aber in diesem Zusammenhang nicht eingegangen zu werden braucht, da beide Maßnahmen zu einem Defizit führen und es hier nur um die Rechtfertigung einer Kreditfinanzierung als solcher geht.

Für den Erfolg einer auf eine Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausgerichteten Politik ist wichtig, dass die zur Deckung des Defizits notwendigen Finanzierungsmittel die private Nachfrage möglichst wenig beeinträchtigen. Dabei steht man vor einem Dilemma: Dieses Ziel wäre am sichersten zu erreichen, wenn die Notenbank dem Staat die Mittel zur Verfügung stellte, weil dies eine reine Geldschöpfung darstellen würde. Aber andererseits wäre der Anreiz für einen Missbrauch durch den Staat am größten, weil Zins- und feste Tilgungsverpflichtungen entfielen.

4. Unabhängig von kurzfristigen konjunkturell bedingten Gleichgewichtsstörungen kann es auch wichtig sein, dass der Staat sich durch eine Kreditfinanzierung eines Teils seiner Ausgaben an der für das wirtschaftliche Wachstum notwendigen Geldmengenvermehrung beteiligt. Sie hat neben dem Staat zur Hauptsache auf Überschüssen in der Leistungsbilanz und auf einer Kredit-schöpfung privater Unternehmen beruht. Die Überschüsse der Leistungsbilanz entziehen sich weitgehend einer nationalen Steuerung; sie sind außerdem wenig stabil. Selbst wenn über längere Zeit in der Bundesrepublik Deutschland derartige Überschüsse bestanden haben, hat die Erfahrung gezeigt, dass sie durch exogene Faktoren (Ölpreisschock) verschwinden und zu Defiziten werden können. Auch der Kreditbedarf für private Investitionen ist größeren Schwankungen unterworfen, sei es, dass die Investitionen selbst schwanken, sei es, weil die für eine Selbstfinanzierung vorhandenen Mittel im Umfang stark variieren. Es besteht also keine Garantie, dass die beiden für die Geldmengenvermehrung und damit für die Finanzierung des wirtschaftlichen Wachstums wichtigen Größen einen ausreichenden Umfang haben und sich stetig entwickeln. Insbesondere in Zeiten einer Wachstumsschwäche, die besonders für hoch entwickelte Volkswirtschaften mit stagnierender oder schrumpfender Bevölkerung typisch ist, kann es wichtig sein, dass sich der Staat an

der Geldmengenvermehrung und damit auch an einer Stärkung der Binnennachfrage beteiligt. Ist eine solche Situation, in der Tendenzen einer Stagnation dominieren, über längere Zeit gegeben, kann damit auch eine »Normalverschuldung« begründet werden.

Das Problem besteht in beiden Fällen darin, eine kurz- oder längerfristige Nachfrageschwäche richtig zu diagnostizieren und zeitgerecht und richtig dosiert über eine Kreditaufnahme expansiv zu wirken. Da schon unter Ökonomen die Diagnose umstritten ist und noch weniger Einigkeit über den Einsatz der zweckmäßigen Mittel besteht, ist die Gefahr gegeben, dass die Politiker immer irgendwo eine Legitimation für eine objektiv nicht gerechtfertigte Kreditaufnahme finden. Die Versuchung zu einem derartigen Verhalten ist für die Politiker groß, weil ein Defizit, das durch höhere öffentliche Leistungen oder durch niedrigere Steuereinnahmen entstanden ist, ihnen den Eindruck vermittelt, man könnte Geschenke verteilen, ohne für sie bezahlen zu müssen. Hinzu kommt die Gefahr, dass die Notenbank eine derartige Kreditfinanzierung zu dem Zeitpunkt entweder überhaupt nicht oder nicht in der beabsichtigten Höhe mit dem für sie an erster Stelle stehenden Ziel der Geldwertstabilität für vereinbar hält. In diesem Fall wird sie einen restriktiven Kurs in der Geldpolitik steuern, der dann, wenn der Staat seine Kreditwünsche durchsetzen kann - und das wird er aufgrund seiner Zinsrobustheit in der Regel tun - dazu führt, dass die Kreditversorgung der privaten Unternehmen beeinträchtigt wird. Damit ist das für die gesamte Kreditfinanzierung der öffentlichen Hand entscheidende Problem des Verhältnisses Staat - Notenbank angesprochen, auf das im nächsten Abschnitt über die Rechtsgrundlagen einer Kreditaufnahme der öffentlichen Hand eingegangen wird.

## II. *Die Rechtsgrundlagen für eine Kreditaufnahme der öffentlichen Hand*

### 1. *Die bestehenden Regelungen*

Die Rechtsgrundlagen sehen unterschiedliche Regelungen für eine »Normalverschuldung« und eine stabilitätspolitisch begründete Verschuldung vor. Die »Normalverschuldung« darf den Umfang der öffentlichen Investitionen nicht überschreiten (GG, Art. 115, Abs. I Satz 2). Der Umfang der stabilitätspolitisch begründeten Verschuldung ist nicht an eine feste Obergrenze gebunden (GG, Art. 115, Abs. I Satz 3). Ihr Umfang wird von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und der für die Beseitigung der Störung des gesamtwirtschaftlichen

Gleichgewichts für notwendig gehaltenen zusätzlichen Nachfrage bestimmt. Daraus ergibt sich für den Fall einer die volkswirtschaftliche Leistungsfähigkeit übersteigenden Nachfrageausweitung, dass eine Nettotilgung erfolgen sollte (STWG, §6 Abs. 1). Für die Normalverschuldung gilt also einer Objektbezogenheit, für die stabilitätsbezogene Verschuldung eine Situationsbezogenheit. Diese Regelung befriedigt nicht.

## *2. Grundzüge für eine Neuregelung*

Die Schwierigkeit, dass die Beurteilung der jeweiligen wirtschaftlichen Lage und deren voraussichtlichen Entwicklung sowie der Wirkungsgrad finanzwirtschaftlicher Instrumente unsicher ist, können keine noch so guten Rechtsgrundlagen beseitigen. Das gleiche gilt für eine unterschiedliche Beurteilung der zweckmäßigen Maßnahmen durch die Regierung und die Notenbank, weil diese die Prioritäten für das Ziel einer hohen Beschäftigung und einer Geldwertstabilität unterschiedlich einschätzen können und beide Ziele nicht immer miteinander vereinbar sind. Schließlich wird man immer damit rechnen müssen, dass die Politiker auf die bequeme Möglichkeit der Kreditfinanzierung auszuweichen versuchen, auch wenn dies gesamtwirtschaftlich nicht gerechtfertigt ist. Die in den 70er Jahren mit Ausnahme in den Rezessionsjahren 1974 und 1975 nicht zu vertretende Höhe der Nettoneuverschuldung des Bundes bestätigt diese Annahme.

Diese vorangestellten kritischen Bemerkungen machen deutlich, dass es eine optimale Lösung für die Bestimmung des Umfangs der Kreditfinanzierung der öffentlichen Hand nicht geben kann. Vielfach wird man zwischen zwei Übeln wählen müssen. Die Frage lautet: Sollen die Bestimmungen über die Zulässigkeit einer Kreditfinanzierung so restriktiv sein, dass eine missbräuchliche Inanspruchnahme weitgehend ausgeschlossen ist, auch wenn damit in Kauf genommen wird, dass das Geldmengenziel und die gewünschte Erhöhung der Gesamtnachfrage nicht immer erreicht werden kann? Oder soll die Entscheidung über den Umfang der Nettoneuverschuldung des Staates an eine autonome Notenbank übertragen werden, damit eine unvertretbare Ausdehnung kreditfinanzierter Ausgaben vermieden wird, auch wenn dadurch dem Ziel der Geldwertstabilität ein zu großes Gewicht beigemessen wird? Und schließlich Ist zu entscheiden, ob eine Kreditfinanzierung des Staates auch dann zulässig sein soll wenn die damit bewirkte zusätzliche Nachfrage mindestens teilweise zu einer Verdrängung der privaten Nachfrage führt?

Eindeutig ist nur, dass eine Objektbezogenheit der Kreditaufnahme heute nicht mehr zu

rechtfertigen ist. Auch wenn die Obergrenze für die »Normalverschuldung« die öffentlichen Investitionen sind, ist dies eher als Versuch anzusehen, sie eindeutiger zu begrenzen, als dies vorher bei dem Abstellen auf »werbende Zwecke« möglich war. Die Erfahrungen haben jedoch gezeigt, dass der dadurch zulässige Betrag der Nettoneuverschuldung viel zu großzügig bemessen ist. Es stellt sich also die Frage, ob es möglich ist, den wünschenswerten Umfang der Kreditfinanzierung eindeutig festzulegen oder falls dies nicht möglich ist, ob es wenigstens geeignetere Kriterien für die Bemessung einer Obergrenze gibt.

Die Änderung des Haushaltsergebnisses aus konjunkturellen Gründen - das Problem stellt sich für die Änderung eines Überschusses in gleicher Weise - lässt sich nicht durch einen festen Betrag normieren, weil die konjunkturelle Lage je nach Stärke der Konjunkturschwankung und je nach der Konjunkturphase, in die das Haushaltsjahr hineinfällt, eine andere Größe erfordert. Auch eine absolute Obergrenze würde keine Hilfe bedeuten. Eher bestünde die Gefahr, dass aus ihr - ähnlich wie das bei der Bindung der Kreditaufnahme an die Investitionen der Fall war - der Schluss gezogen wird, bis zu dieser Höhe sei eine Kreditfinanzierung unbedenklich, sofern die Konjunkturlage überhaupt eine expansive Finanzpolitik erfordert. Insofern könnte die jetzige Regelung beibehalten werden, die keine Begrenzung der Kreditaufnahme zur Konjunkturstabilisierung vorsieht, auch wenn dadurch die Möglichkeit für die Exekutive und Legislative besteht, mehr Kredite aufzunehmen, als dies zur Konjunkturstabilisierung notwendig ist. Um eine missbräuchliche Anwendung dieser Bestimmungen zu vermeiden, könnte man daran denken, dass ein unabhängiges Gremium feststellt, wann ein konjunkturbedingter Handlungsbedarf für die Finanzpolitik besteht - eine solche Feststellung müsste sich natürlich auf beide Richtungen der Konjunkturbeeinflussung (expansiv und kontraktiv) erstrecken.

Nur wenn auf diese Weise ein konjunktureller »Notstand« festgestellt ist, darf die Regierung auf Kredite zurückgreifen, wobei das Ausmaß ihrer Entscheidung überlassen bleibt. Es dürfte sich nicht empfehlen, dass der Gesetzgeber im Einzelnen vorschreibt, wie die Kriterien zur Beurteilung der konjunkturellen Lage zu bewerten sind, da es bisher noch nicht gelungen ist, ein voll aussagefähiges Konjunkturbarometer zu entwickeln. Sicher ist nur, dass nicht nur ein Kriterium, sondern ein Bündel heranzuziehen ist; denn wie z.B. bei einer Stagflation können einzelne Indikatoren zu völlig unterschiedlichen Aussagen führen, weil der eine Indikator (Arbeitslosigkeit) eine Rezession, der andere (die Preise) eine Inflation anzeigt.

Noch schwieriger ist die Höhe der Normalverschuldung zu bestimmen. Man könnte daran denken, dass bei Aufstellung des Haushalts die Bundesbank das Geldmengenziel für das kommende Jahr angibt und zusätzlich eine Prognose vorlegt, welcher Teil der gewünschten



Geldmengenvermehrung durch Exportüberschüsse und durch die Kreditaufnahmen der inländischen Unternehmen nicht erreicht wird. In dieser Höhe - auf Zentralbankgeld umgerechnet - wäre dann eine »Normalverschuldung« des Staates zulässig. Eine solche Lösung hätte den Nachteil, dass die Bundesbank allein die Entscheidung über den Umfang der Normalverschuldung trifft, wobei unabhängig von der bereits erwähnten Überbetonung des Ziels der Geldwertstabilität die Gefahr besteht, dass sie ihre Möglichkeiten überschätzt, die Geldmenge zu steuern. Schließlich ist einzuwenden, dass die Vermehrung der Geldmenge um einen bestimmten Betrag nur als Hilfsgröße für das eigentliche Ziel anzusehen ist, die Nachfrage so zu steuern, dass bei konstantem Geldwert das Produktionspotential ausgeschöpft wird. Das ist aber infolge von verschiedenen Versickerungseffekten über eine Steuerung der Geldmenge allein nicht immer gewährleistet.

Lehnt man es aufgrund der vorgebrachten Kritik ab, die Normalverschuldung an dem Teil der gewünschten Veränderung der Geldmenge zu orientieren, die über den Markt nicht erreicht wird, kommen allerdings nur sehr rohe Maßstäbe in Frage, die schon deshalb mit erheblichen Nachteilen verbunden sind. So könnte die Normalverschuldung als Prozentsatz des Sozialprodukts oder der Staatsausgaben festgelegt werden. Damit wäre es zwar möglich, sie in Grenzen zu halten - also eine überhöhte Kreditfinanzierung auszuschließen -, aber da unabhängig von der kurzfristigen Anpassung der Verschuldung an die jeweilige Konjunkturlage auch mit langfristigen Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu rechnen ist, denen sich die »Normalverschuldung« anpassen sollte, ist eine solche Regelung zu starr.

Schließlich bestünde auch die Möglichkeit, auf eine Verschuldung in »Normaljahren« völlig zu verzichten. Geht man aufgrund der bisherigen Erfahrungen davon aus, dass die größte Gefahr in einer zu hohen Kreditfinanzierung liegt und resigniert man vor der Schwierigkeit, eindeutige und operationale Kriterien für die Normalverschuldung zu bestimmen, würde eine solche Lösung als das geringere Übel anzusehen sein.

Unabhängig von diesen auf eine Verbesserung der Rechtsgrundlagen der herkömmlichen Verschuldung gerichteten Reformen ist aber zu fragen, ob solche den privatrechtlichen Gläubiger-Schuldnerbeziehungen entsprechenden Regelungen für die Lösung der dem Staat zufallenden Steuerungsfunktionen überhaupt angemessen sind. Bei den folgenden Überlegungen gehe ich davon aus, dass eine objektbezogene Kreditaufnahme entfällt. Dann soll mit Hilfe der Kreditfinanzierung öffentlicher Ausgaben erreicht werden, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage die oben erwähnte gewünschte hohe Auslastung des Produktionspotentials erreicht. Zu diesem Zwecke soll der Staat dem wirtschaftlichen Kreislauf mehr

Kaufkraft zuführen, als er ihm über Steuern und Abgaben entzogen hat. Dieses Ergebnis kann am sichersten erreicht werden, wenn die Bundesbank ihn mit entsprechenden Geldmitteln durch eine Geldschöpfung (Schaffung zusätzlichen Zentralbankgeldes) ausstattet. Diese Form der Beschaffung von Liquidität hätte im Vergleich mit der Kreditfinanzierung nicht nur den Vorteil, dass Verdrängungseffekte gegenüber der Geldversorgung der privaten Unternehmen und Haushalte ausgeschlossen sind, sondern würde auch die sich daraus ergebenden zukünftigen Belastungen des Staatshaushalts durch den Schuldendienst vermeiden. Wenn der Staat die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Geldmenge in einer bestimmten Periode erhöhen soll, ist es inkonsequent, wenn daraus Wirkungen für zukünftige Haushaltsjahre abgeleitet werden, von denen völlig offen ist, ob sie dann erwünscht sind. Diese Folgen einer Staatsverschuldung machen deutlich, dass eine Kreditaufnahme für das Erreichen der oben genannten Ziele kein geeignetes Instrument ist.

Wenn dem Staat von der Zentralbank zusätzliche Liquidität zur Verfügung gestellt wird, ohne dass daraus Folgewirkungen für die Zukunft entstehen - sie würden als Zuschüsse oder Liquiditätszuführungen wie alle anderen Einnahmen im Haushalt des betreffenden Jahres verbucht werden - müsste natürlich bei einer entgegengesetzten wirtschaftlichen Situation, in der der Staat dem Kreislauf mehr Mittel entzieht, als er ihm durch Ausgaben wieder zuführt, die Liquiditätsabführung an die Zentralbank als Ausgabe des betreffenden Jahres verbucht werden, ohne dass daraus Ansprüche für die Zukunft abgeleitet werden könnten, wie dies zur Zeit bei der nach dem Stabilitäts- und Wachstumsgesetz gebildeten Konjunkturausgleichsrücklage der Fall ist. Es versteht sich von selbst, dass in einem solchen System Bundesbankgewinne und -verluste, die zu Einnahmen oder Ausgaben der öffentlichen Haushalte führen, keinen Platz mehr haben.<sup>2</sup>

Ein solches System würde die Begehrlichkeit der Politiker, auf diesem bequemen Wege möglichst viele Ausgaben zu finanzieren, natürlich noch erhöhen. Wenn auch die mit Krediten verbundenen zukünftigen Zins- und Tilgungsverpflichtung<sup>3</sup> die Kreditfinanzierung nicht auf ein angemessenes Niveau beschränkt haben, so ist doch eine bremsende Wirkung nicht zu bestreiten, die bei ihrem Wegfall ausfällt. Will man einen unangemes-

2 In der Wirkung ist der Wegfall der Zinsverpflichtungen für die öffentliche Hand weniger einschneidend als sie auf den ersten Blick erscheint; denn die vom Staat gezahlten Zinsen fließen über Notenbankgewinne zu einem großen Teil an den Staat zurück.

3 Da eine Nettotilgung kaum erfolgt, beschränkt sich die bremsende Wirkung einer Tilgung auf das Risiko, entsprechende Ersatzmittel im Zeitpunkt der Fälligkeit zu beschaffen.

senen Umfang der Inanspruchnahme von Liquiditätszuflüssen der Zentralbank vermeiden,

wird man deshalb die Autonomie von Exekutive und Legislative in diesem Punkte stärker beschneiden müssen. Angesichts der Fehlentwicklungen, die bisher beim Umfang der Staatsverschuldung zu beobachten sind, halte ich das für das kleinere Übel. Aber das ist natürlich eine politische Entscheidung.

Die Möglichkeiten, eine solche Reform zu verwirklichen, sind allerdings als relativ gering einzuschätzen, da die beiden Hauptbeteiligten, die öffentliche Hand und die Notenbank, beide auf einen Teil ihrer bisherigen Entscheidungsbefugnisse verzichten müssten: Die öffentliche Hand auf die Festlegung des Umfangs der mit Krediten zu finanzierenden Ausgaben und die Notenbank auf die alleinige Steuerung der Geldmenge. Der Nutznießer der Reform, die Allgemeinheit oder die Gesellschaft, ist aber im politischen Raum, wo Gruppeninteressen dominieren, zu schwach vertreten, um sich durchsetzen zu können.

An dieser Stelle können mögliche Formen der Begrenzung der staatlichen Autonomie im Einzelnen nicht diskutiert werden. Es käme wohl nur ein außerhalb der Parteien stehendes unabhängiges Gremium in Frage, an der mit Sicherheit die Bundesbank und die Wissenschaft zu beteiligen wären, über dessen Empfehlung über die Höhe der Liquiditätszuführung oder -abführung sich Regierung und Parlament - wenn überhaupt - nur unter erschwerten Bedingungen hinwegsetzen dürften.

In eine solche Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sollten auch Länder und Gemeinden einbezogen werden. Die Länder sollten wie der Bund unmittelbar Liquidität von der Bundesbank erhalten oder an sie abführen, wobei die Beträge so bemessen sein müssten, dass ein Spielraum für die Weitergabe eines Teils der Mittel über den kommunalen Finanzausgleich an die Gemeinden besteht. Dazu sollten sie gesetzlich verpflichtet werden. Damit würde der unerwünschte Zustand beseitigt, dass eine Abschwächung der wirtschaftlichen Tätigkeit und die damit verbundenen rückläufigen oder stagnierenden Steuereinnahmen der Länder zu Kürzungen der Finanzausgleichsleistungen an die Gemeinden führen, die diese praktisch zu einer Parallelpolitik zwingen.



# Beiträge zu den vom Ersten Bürgermeister der Freien und Hansestadt Hamburg einberufenen Symposien »Zinsbegünstigte Notenbankkredite«

Von *Wolfgang Filc*, Trier

I.	Vorbemerkung	46
II.	Zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredit zur Finanzierung öffentlicher Investitionen: 10 Thesen	47
	1. Vorbemerkung	47
	2. Die Thesen	48
	3. Zusammenfassung	65
III.	Finanzierung öffentlicher Investitionen durch Notenbankkredit: Offene Fragen und ein Vorschlag im Hinblick auf eine Interimslösung	66
	1. Fragestellungen	66
	2. Quantitativer Entlastungseffekt bei der Umstellung der Zentralbankgeldzuführung auf die fiskalische Komponente	66
	2.1 Die Position der Kritiker: »Konsolidierungsinstrument«	66
	2.2 Der Entlastungseffekt: »Finanzierungsinstrument«	68
	2.2.1 Eine Kurzfassung	68
	2.2.2 Ein Rechenbeispiel	68
	2.2.3 Eine Einschränkung	72
	3. Finanzierungshilfen von Notenbanken anderer Länder	74
	3.1 Vorbemerkung	74
	3.2 Frankreich	76
	3.3 Großbritannien	77
	3.4 Japan und Schweiz	78
	3.5 Zusammenfassung	78
	4. Sonderfinanzierungskontingente der Deutschen Bundesbank	79
	4.1 Vorbemerkung	79
	4.2 Sonderfinanzierungskontingente im Einzelnen	80
	4.3 Eine Schlussfolgerung im Hinblick auf eine »kleinere« Lösung	82
	Anhang	84
	Literaturverzeichnis	86

## 1. *Vorbemerkung*

Nachfolgend werden zwei Referate wiedergegeben, die der Verfasser zur Einleitung der Diskussion anlässlich der Symposien vom 3. 12. 1983 und vom 12. 6. 1984 zu halten Gelegenheit hatte. Bei der Durchsicht der Referate im Zusammenhang mit der Vorbereitung dieses Bandes stellte sich die Frage, ob stattdessen ein zusammenfassendes Papier vorzuziehen sei. Die Entscheidung für zwei getrennte Papiere ergab sich vor allem daraus, dass bei einer Zusammenfassung und damit erforderlicher gründlicher Änderung des Aufbaus und des Textes Ergebnisse der Diskussion eingeflossen wären. Für den Außenstehenden wäre dann nicht mehr erkennbar, welche Teile Überlegungen des Verfassers oder Ergebnisse der Diskussion sind. Ein Überblick über die Diskussion sollte dem Bericht über die Symposien vorbehalten bleiben. Zudem vermag der Leser durch die Wiedergabe beider Referate erkennen, wie sich die zunächst breit angelegte Diskussion später auf wenige zentrale Probleme konzentrierte.

Die weitgehende Beibehaltung des Referatscharakters beider Beiträge ließ es als wenig sinnvoll erscheinen, durch Verweise im Text auf Quellen hinzuweisen. Stattdessen wird in einem Anhang grundlegende und weiterführende Literatur zur Finanzierung von Staatsausgaben mit zinslosem oder zinsbegünstigtem Notenbankkredit angegeben.

Für die dritte Zusammenkunft am 22.6. 1985 legten die Kritiker des zur Diskussion gestellten Finanzierungsinstruments die in diesem Band abgedruckte Stellungnahme vor. Zudem präzisierten sie ihre Gegenargumente zu meinen Thesen. Diese Kritik erforderte eine Replik. Der Verfasser hat Kollegen zu danken, die sich die Zeit nahmen und der Mühe unterzogen, vorläufige Fassungen der Beiträge oder Teile davon zu lesen, auf Auslassungen aufmerksam machten, und die zur Diskussion zwangen. Dieser Dank gilt insbesondere den Herren *Rolf Caesar*, *Dietrich Dickertmann*, *Dietmar Kath* und *Claus Schäfer*. Ferner ist zu danken den Botschaften Dänemarks, Frankreichs, Japans, Österreichs und der Schweiz in der Bundesrepublik Deutschland sowie der Österreichischen Nationalbank für Auskünfte über Regelungen der Beziehungen zwischen Geldpolitik und Staatsschuldenpolitik in dem jeweiligen Land.

## II. *Zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredit zur Finanzierung öffentlicher Investitionen: 10 Thesen\**

### 1. *Vorbemerkung*

Es sind zehn Thesen aus dem Spektrum der Diskussion der Finanzierung öffentlicher Investitionen mit zinslosen und tilgungsfreien Direktkrediten der Deutschen Bundesbank an öffentliche Haushalte darzustellen und zu erläutern. Voranzustellen sind drei Annahmen, die für die weiteren Überlegungen fundamental sind:

1. Die Anforderungen zur Durchführung öffentlicher Investitionen, die im gesellschaftlichen Interesse notwendig sind, aber von Privaten nicht in ausreichendem Umfang vorgenommen werden, bleiben hoch. Nicht abzusehen ist, dass die hohen Finanzierungsdefizite der öffentlichen Hand umschlagen in Einnahmenüberschüsse.
2. Mit wachsendem Geldeinkommen steigt auch weiterhin der Bedarf an Zentralbankgeld.
3. Der Devisenmarkt wird nicht wieder - wie bis Mitte der siebziger Jahre - hauptsächliche Quelle der Zentralbankgeldversorgung.

Diese drei Annahmen zusammengenommen führen zu einer Schlussfolgerung, auf der auch die Anregung des Hamburger Bürgermeisters zur Finanzierung öffentlicher Strukturinvestitionen durch zinsgünstige oder zinslose Direktkredite der Deutschen Bundesbank basiert. Diese Schlussfolgerung lautet:

Wenn auch künftig der Zentralbankgeldbedarf wächst, wenn dieser Bedarf nicht im Zuge von Devisenkäufen der Deutschen Bundesbank gedeckt wird, wenn wachsende Ansprüche an den Staat und hinterherhinkende Steuereinnahmen hohe Finanzierungsdefizite der öffentlichen Hand bewirken — warum schnürt man das nicht zusammen und basiert die Schaffung zusätzlichen Zentralbankgeldes auf Zins- und tilgungsfreie Direktkredite der Deutschen Bundesbank an die öffentliche Hand?

Dadurch, so die Überlegung, würde der öffentliche Haushalt von Zinszahlungen entlastet, die gesamtwirtschaftliche Aktivität würde angeregt, die Technik der Zentralbankgeldbereitstellung würde verändert.

\* Vortrag im Rahmen des Symposiums am 3. 12. 1983

### 1. *Die Thesen*

*These 1:* Durch zinslose und tilgungsfreie Notenbankkredite wird der öffentliche Gesamthaushalt erheblich entlastet.

Zunächst erscheint dieses Entlastungargument als überaus plausibel: ist der Staat zur Deckung eines Teils seines Kreditbedarfs nicht mehr auf die Finanzmärkte angewiesen, sondern werden stattdessen von der Bundesbank zinslose »ewige« Kredite bereitgestellt, so fällt kein Zinsendienst an. Insoweit wird der öffentliche Haushalt entlastet.

Dagegen könnte vorgebracht werden: Gleiches Zentralbankgeldmengenziel vorausgesetzt, tauscht die Bundesbank dann zusätzliche zinstragende Forderungen - etwa Handelswechsel - gegen zinslose Forderungen an die öffentliche Hand. Insoweit verzichtet die Bundesbank auf sonst mögliche Zinseinnahmen. Die Schlussfolgerung dieser Sichtweise ist: Was öffentliche Haushalte auf der einen Seite durch Kreditgewährung der Bundesbank erhalten, geht auf der anderen Seite verloren durch geringere Gewinnabführung der Bundesbank. Es wäre also nichts gewonnen.

Zur Verdeutlichung dieser gegensätzlichen Positionen bezüglich der Entlastungswirkung zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredits sind Beispielsrechnungen nützlich. Tabelle 1 gibt die Position jener wieder, die eine Entlastungswirkung allein in möglichen Differenzen zwischen Zinssätzen der Refinanzierung der Geschäftsbanken bei der Bundesbank und höheren Zinssätzen am Kapitalmarkt erkennen. Die Argumentation verläuft etwa wie folgt:

- Im Durchschnitt des Jahres 1982 gewährte die Deutsche Bundesbank Geschäftsbanken Kredite in Höhe von rd. 67 Mrd. DM (Position 1. in Tabelle 1).
- Daraus erzielte die Bundesbank Zinseinnahmen von 5 Mrd. DM (11.1.).
- Somit betrug der durchschnittliche Zinssatz der Refinanzierungskredite 7,48% (11.2.).
- Der durchschnittliche Zinssatz, zu dem 1982 die öffentliche Verschuldung zu bedienen war, war 7,77% (11.5.).
- Gelangen die gesamten Zinseinnahmen der Bundesbank zur Ausschüttung an den Bundeshaushalt, so würde bei Ersatz verzinslicher Kredite an Geschäftsbanken durch zinslose Notenbankkredite an den Staat der öffentliche Gesamthaushalt allein durch die Differenz von 0,29 Prozentpunkten zwischen dem höheren Zinssatz zur Bedienung der Staatsschulden und dem niedrigeren Zinssatz der Refinanzierung der



*Table 1: Reduzierung der Entlastung öffentlicher Haushalte auf Zinsdifferenzen bei Substitution von Krediten der Bundesbank an Geschäftsbanken durch zinslose Staatsschuldtitel (Beträge in Mrd. DM)*

I.	Refinanzierungskredite der Deutschen Bundesbank an inländische Kreditinstitute 1982 (Durchschnitt der 48 Bankstichtage, in Mrd. DM)	66,84
-	Refinanzierung im Rahmen von Refinanzierungslinien	52,73
-	Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufvereinbarung	9,56
-	Lombard- bzw. Sonderlombardkredite	4,55
II.	Überschlägige Kalkulation der Zinersparnis	
1.	Zinseinnahmen der Deutschen Bundesbank aus Krediten an inländische Kreditinstitute	5,0
2.	Durchschnittlicher Zinssatz aus Krediten an inländische Kreditinstitute (Zinseinnahmen : Refinanzierungskredite)	7,48 %
3.	Zinsausgaben öffentlicher Haushalte 1982	45,1
4.	Öffentliche Verschuldung im Durchschnitt des Jahres 1982	580,1
5.	Durchschnittlicher Zinssatz der öffentlichen Verschuldung (3. : 4.)	7,77 %
6.	Zinsdifferenz in Prozentpunkten (5. - 2.)	0,29
7.	Zinersparnis 1982 (0,29 % von 66,84)	0,19

*Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank*

Geschäftsbanken entlastet (11.6.). Bezogen auf den Durchschnittsbestand der Refinanzierungskredite von rd. 67 Mrd. DM hätte das für 1982 eine Zinersparnis von rd. 200 Mio. DM gebracht (11.7.).

Wäre das tatsächlich die gesamte mögliche Entlastung der öffentlichen Hand, so wäre eine weitere Diskussion des neuen Finanzierungsinstruments wahrlich überflüssig. Aber eine derartige Rechnung verdeckt mehr, als sie offenlegt.

Erstens bleibt unberücksichtigt, dass bei Verwendung von Notenbankgewinnen aus Krediten an Geschäftsbanken für Zahlungen aus dem Bundeshaushalt keine Mark zusätzliches Zentralbankgeld in Umlauf gelangt. 5 Mrd. Zinsen nahmen der Bundesbank aus Refinan-

zierungskrediten müssen von Geschäftsbanken mit 5 Mrd. Zentralbankgeld bezahlt werden. Die Gewinnverwendung durch den Bundeshaushalt führt allein zu einer Rückschleusung des zuvor entzogenen Zentralbankgeldes. Soll zusätzliches Zentralbankgeld in den Kreislauf gelangen, so kann das geschehen durch Ausweitung der Bundesbankkredite an Geschäftsbanken. Aber das kann auch geschehen durch zinslose und tilgungsfreie Direktkredite der Bundesbank an öffentliche Haushalte. Das heißt: Die Abführung von Zinseinnahmen der Bundesbank verdrängt keine zinslose Kreditgewährung an die öffentliche Hand, sondern beides ergänzt sich. Oder, um es griffiger auszudrücken: Die Rechnung stimmt; aber dann können auf einen Schlag 66,84 Mrd. DM an den öffentlichen Gesamthaushalt ausgeschüttet werden, nämlich dadurch, dass Kredite der Bundesbank an Geschäftsbanken ersetzt werden durch Forderungen an die öffentliche Hand.

Zweitens wird in der gegenwärtigen Diskussion zu stark abgestellt auf die seit 1980 hohen Bundesbankgewinne. Aber das muss sich nicht fortsetzen. Werden zum Beispiel die Zinssätze im Inland und im Ausland von 1977 herangezogen, so wären die Zinseinnahmen der Bundesbank 1982 um rd. 5,5 Mrd. DM geringer ausgefallen. Dann hätte sich die Gewinnabführung an den Bund halbiert.

Drittens wird unterstellt, Zinseinnahmen der Bundesbank würden stets gleichsam automatisch und in voller Höhe an den Bundeshaushalt überführt. Tabelle 2 belegt das Gegenteil. Danach ist seit 1957 nicht einmal ganz ein Viertel der Bundesbank-Zinseinnahmen in den Bundeshaushalt eingestellt worden. Dafür gibt es viele Gründe, auf die hier nicht einzugehen ist. Aber diese Zahlen belegen deutlich, dass eine Gleichsetzung zinsloser Bundesbank-Kredite an öffentliche Haushalte bei Verzicht auf Refinanzierungskredite an Banken mit der Abführung von Zinserträgen der Bundesbank an den Bundeshaushalt eine unzulässige Vereinfachung darstellt.

Tabelle 2: Zinseinnahmen der Deutschen Bundesbank und Gewinnabführungen an den Bundeshaushalt 1957—1982 (Mrd. DM)

Zinseinnahmen der Deutschen Bundesbank		102,8
- inländische	34,5	
- ausländische	68,3	
Gewinnabführung an den Bund		25,4

*Quelle für Grundzahlen:* Deutsche Bundesbank

Tabelle 3 zeigt das andere Extrem der möglichen Entlastung bei Bereitstellung zusätzlichen Zentralbankgeldes durch zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredit an den Staatshaushalt.

Tabelle 3: Maximal mögliche und tatsächliche Mittelbereitstellung der Deutschen Bundesbank an den Bundeshaushalt der Geschäftsjahre 1975 bis 1982 (Mrd. DM)

1. Anstieg der Mindestreservesolls auf Inlandsverbindlichkeiten bei Konstanz der Reservesätze von Januar 1974	38,6
2. Anstieg des Mindestreservesolls auf Inlandsverbindlichkeiten zu jeweiligen Reservesätzen	1,5
3. "Verzicht" auf Zentralbankgeld (1. - 2.)	37,1
4. Refinanzierungskredits der Deutschen Bundesbank an Kreditinstitute im Durchschnitt des Jahres 1982	66,8
5. Ausländische Zinseinnahmen	46,0
6. Verlust aus Neubewertung der Währungsreserven	15,1
7. Überschuss aus dem Auslandsgeschäft (5. - 6.)	30,9
-----	
8. Maximal mögliche Mittelbereitstellung an den Bundeshaushalt (3. + 4. + 7.)	134,8
-----	
9. Tatsächliche Gewinnabführungen an den Bundeshaushalt	24,22

Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank

Die maximal mögliche Mittelbereitstellung der Bundesbank an den öffentlichen Gesamthaushalt in den Geschäftsjahren 1975 bis 1982 beträgt danach rd. 135 Mrd. DM (Zeile 8 der Tabelle 3). Dieser Betrag setzt sich aus drei Komponenten zusammen:

- Erstens verzichtete die Bundesbank durch Senkung der Mindestreservesätze für Inlandsverbindlichkeiten der Banken auf Zentralbankgeld in Höhe von rd. 37 Mrd. DM. Bei unveränderten Reservesätzen hätte sich ein gleichwertiger Spielraum für Kredite an öffentliche Haushalte ergeben (3.).
- Zweitens hätten zinstragende Refinanzierungskredite an Banken vollständig ersetzt werden können durch zinslose Kredite an öffentliche Haushalte. Dieser Austausch in

der Bundesbank-Bilanz hätte der öffentlichen Hand noch einmal rd. 67 Mrd. DM gebracht (4.).

- Drittens enthält der Maximalbetrag den Überschuss aus dem Auslandsgeschäft im Wert von rd. 31 Mrd. DM (7.).

Gegenüber der tatsächlichen Gewinnausschüttung der Bundesbank an den Bundeshaushalt in diesem Zeitraum in Höhe von rd. 24Mrd.DM (9.) wäre also ein Mehrbetrag in der Größenordnung von 110 Mrd. DM möglich gewesen. Freilich ist das eine sehr grobe Umreiung des maximal möglichen Betrages. Die in den Tabellen i und 3 aufgeführten Rechnungen zeigen aber, welche Spannweite die mögliche Entlastung der öffentlichen Hand durch zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredit abdeckt, nämlich von nahe Null bis zu dreistelligen Milliardenbeträgen. Für die tatsächlich mögliche geldwert-neutrale Kreditgewährung der Bundesbank ist vor allem zu beachten, dass sie allein im Rahmen der ohnehin erforderlichen Ausweitung der Zentralbankgeldmenge vorgenommen werden darf. Darauf wird zurückzukommen sein (vgl. These 7).

*These 2:* Gewinne der Deutschen Bundesbank aus Krediten an inländische Kreditinstitute sind wachstumshemmend.

Es ist richtig, dass ein Verzicht auf künftige Ausweitung der Refinanzierungskomponente der Zentralbankgeldversorgung durch zinslose Staatskredite ein Anschwellen von Zinseinnahmen der Bundesbank aus dem Refinanzierungsgeschäft und damit steigende Gewinnabführungen an den Bundeshaushalt verhindern würde. Aber Gewinne der Bundesbank dürfen kein Ziel sein. Der Weg des Einschleusens von Zentralbankgeld hat sich allein daran zu orientieren, auf welche Weise dem Erreichen gesamtwirtschaftlicher Ziele besser gedient ist, er hat sich nicht auszurichten an privatwirtschaftlichen Gewinnüberlegungen. Und hier gilt: Gewinne der Bundesbank aus dem Inlandsgeschäft sind wachstumshemmend

Gewinne der Bundesbank aus dem Refinanzierungsgeschäft sind zu zahlen aus dem Einkommen privater Wirtschaftseinheiten. Banken reichen die Kosten der Refinanzierung im Nichtbankengeschäft weiter. Nichtbanken erzielen dadurch geringere Zinserträge aus Bankeinlagen, und ihnen werden höhere Zinssätze für aufgenommene Kredite in Rechnung gestellt. Bundesbank Gewinne aus dieser Quelle sind also mit einer Steuer auf kreditfinanzierte Ausgaben und auf das Geldvermögen inländischer Nichtbanken vergleichbar. Denn bei der

Gewinnentstehung findet ein Einkommenstransfer vom privaten Sektor auf den öffentlichen Sektor statt. Nichts anderes geschieht durch Besteuerung. Das wirkt - für sich genommen - kontraktiv. Stützt sich wie seit einigen Jahren so auch künftig die Bereitstellung von Zentralbankgeld ausschließlich auf die Gewährung von Refinanzierungskrediten, so werden diese wachstumshemmenden Einflüsse zunehmen. Freilich sind dagegen belebende Wirkungen im Zuge der Verausgabung von Bundesbankgewinnen durch die öffentliche Hand aufzurechnen. Dabei kann ein positiver Nettoeffekt verbleiben.

*These 3:* Ein Ersatz der Refinanzierungskomponente der Zentralbankgeldversorgung durch Mittelbereitstellung an öffentliche Haushalte wirkt expansiv.

Anders als im Fall zuvor ist bei einem künftigen Verzicht auf Ausweitung von Refinanzierungskrediten und ihren Ersatz durch zinslosen Notenbankkredit an öffentliche Haushalte nichts aufzurechnen, um die expansiven Wirkungen zu ermitteln. Kommt nämlich Zentralbankgeld durch Verschuldung der öffentlichen Hand in Umlauf, so ergeben sich im Vergleich zur gegenwärtigen Praxis der Zentralbankgeldversorgung zwei Effekte, die geeignet sind, die wirtschaftliche Aktivität zu beleben.

Einmal kommt der Einkommenseffekt zum Zug. Dieser Einkommenseffekt drückt aus, dass durch Notenbankkredit zusätzliche Staatsausgaben finanziert werden können, ohne das verfügbare Einkommen der Privaten zu kürzen. Dieser Einkommenseffekt wirkt nachfragebelebend.

Zweitens kann ein positiver Vermögenseffekt wirksam werden. Dieser Vermögenseffekt beinhaltet, dass Zentralbankgeld, durch Notenbankkredit an öffentliche Haushalte in Umlauf gesetzt, Forderungen privater gegenüber der Notenbank begründen, ohne dass die Verbindlichkeiten des privaten Sektors steigen. Folglich wächst das Nettogeldvermögen der Privaten. Durch Bereitstellung von Zentralbankgeld auf dem Wege der Refinanzierung von Handelswechseln dagegen bleibt das Nettogeldvermögen des privaten Sektors unverändert, weil der Zuwachs von Forderungen aus Zentralbankgeld kompensiert wird von einem gleichwertigen Zuwachs der Verbindlichkeiten gegenüber der Zentralbank. Mit anderen Worten: Zentralbankgeld, das aus der Refinanzierung von Handelswechseln entsteht, ist aus der Sichtweise der Privaten »geborgtes« Zentralbankgeld, Zentralbankgeld, das seine Gegenposition in Notenbankkrediten an öffentliche Haushalte findet, ist »geschenktes« Zentralbankgeld.

Geben Reiche mehr aus als Arme, so wird eine über Notenbankkredit an öffentliche Haus-

halte vollzogene Zentralbankgeldversorgung nachfragebelebend wirken, In der Ausdrucksweise der Geldtheorie ist damit folgender Sachverhalt gemeint: Streben Private eine ausgewogene Mischung ihrer Portfolios aus Nettogeldvermögen und Sachvermögen an und steigt ihr Nettogeldvermögen im Zuge der Ausweitung des Bestandes an Zentralbankgeld durch Notenbankkredit an den Staat, so erhöht sich auch die Nachfrage Privater nach Gegenständen des Sachvermögens, also nach Investitionsgütern und nach langlebigen Verbrauchsgütern.

Durch Umbasierung der Zentralbankgeldbereitstellung von der Refinanzierungskomponente auf Forderungen der Bundesbank an die öffentliche Handwird das Nettogeldvermögen des privaten Sektors erheblich ausgeweitet (vgl. Tabelle 4). Hätte die Bundesbank seit Ende 1975 bis Ende 1982 nicht die

Tabelle 4: Nettogeldvermögen des privaten Sektors und Ausweitung von Refinanzierungskrediten der Deutschen Bundesbank (Mrd. DM)

Nettogeldvermögen der inländischen nichtfinanziellen privaten Sektoren		Zunahme von Krediten der Deutschen Bundesbank an Kreditinstitute (1982 gegenüber 1975) <sup>1)</sup>
Ende 1975	Ende 1982	
66,8	277,2	66,4

1. Differenz der Jahresendbestände

Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank

Refinanzierungskredite an Geschäftsbanken um 66,4 Mrd. DM ausgeweitet, sondern stattdessen die Zentralbankgeldbereitstellung durch Kredite an die öffentliche Hand vollzogen, so hätte sich Ende 1982 ein Zuwachs des Nettogeldvermögens des privaten Sektors von rd. 20% ergeben. Das ist ein erheblicher Wert.

Niemand kann den quantitativen Effekt der Ausweitung des Nettogeldvermögens des privaten Sektors auf die Nachfrage an den Gütermärkten exakt ermitteln. Dennoch zeigt sich für die Bundesrepublik ein gleichgerichteter Zusammenhang zwischen dem Nettogeldvermögen und dem Sachvermögen des privaten Sektors. So ging im Durchschnitt der Jahre 1960 bis 1982 eine Ausweitung des Nettogeldvermögens der Privaten um 1 Mrd. DM einher mit einer Zunahme privater Investitionen um rd. 600 Mill. DM. Hier bietet sich also eine Chan-

ce zur Belebung der wirtschaftlichen Aktivität, die bislang ungenutzt geblieben ist.

*These 4:* Der Verzicht auf Zentralbankgeldversorgung durch »ewige« Kredite der Deutschen Bundesbank an öffentliche Haushalte ist ein historisches Relikt ohne überzeugende ökonomische Logik.

Die Hauptaufgabe einer Zentralbank besteht darin, die Wirtschaft mit einer stabilitätsgerechten Zahlungsmittelmenge zu versehen. Diese Aufgabe versieht sie dadurch, dass sie über die Menge des von ihr geschaffenen Zentralbankgeldes zugleich den Kreditvergabespielraum der Geschäftsbanken und den Finanzierungsspielraum der Nichtbanken steuert.

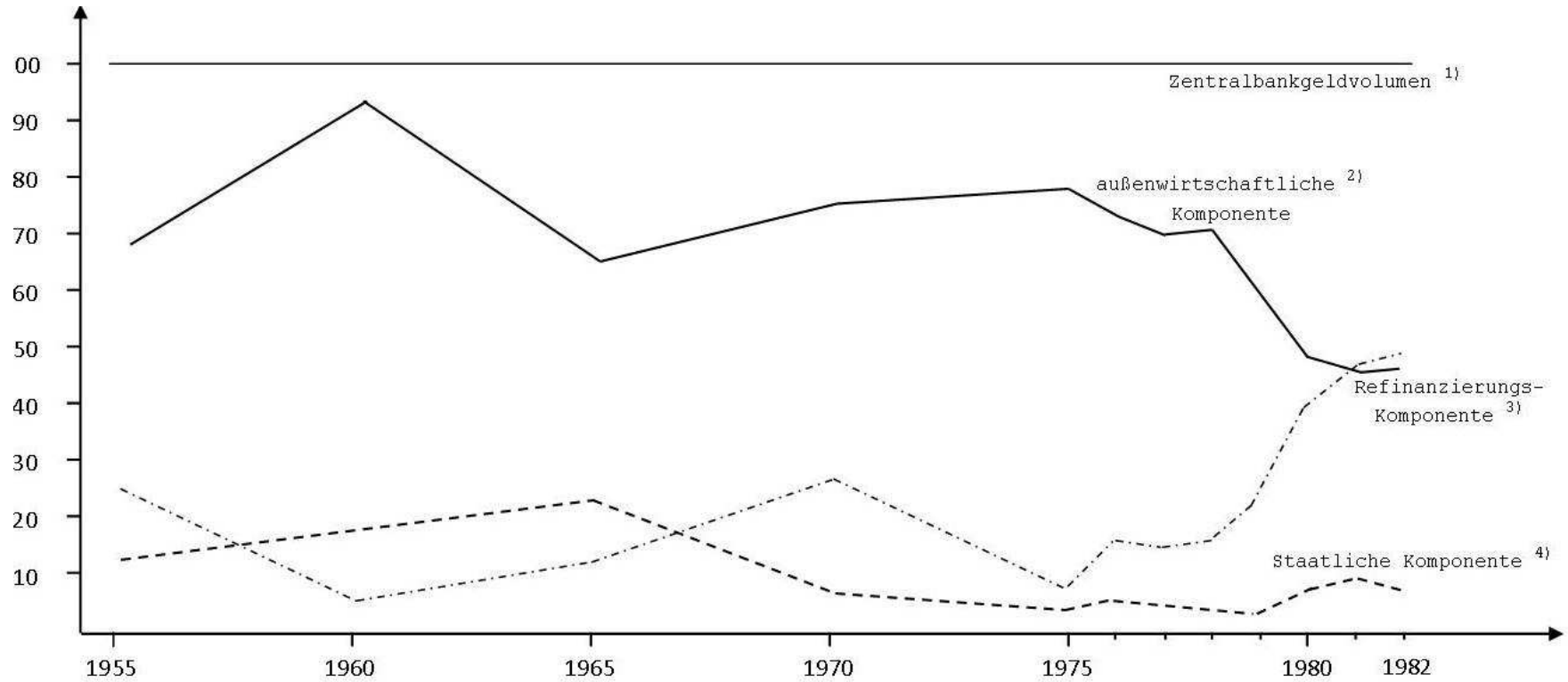
En technischer Hinsicht kann die Zentralbankversorgung auf drei Wegen vorgenommen werden:

1. Durch Kreditgewährung der Zentralbank an öffentliche Haushalte - das ist die staatliche Komponente.
2. Durch Kreditgewährung an das Ausland im Zuge von Devisenkäufen - das ist die außenwirtschaftliche Komponente.
3. Durch Kreditgewährung an Geschäftsbanken - das ist die Refinanzierungskomponente.

Diese Aufzählung ist vollständig. Andere Wege der Zentralbankgeldbereitstellung gibt es in der Praxis nicht. Aber diese drei Wege sind nicht zugleich drei gleichgute Möglichkeiten. Sie sind nicht beliebig austauschbar. Denn eine Zentralbankgeldzuführung, die auf der staatlichen Komponente beruht, begründet zusätzliche Forderungen der Privaten, ohne dass dem ein Zuwachs ihrer Verbindlichkeiten oder ein Abbau anderer Formen der Geldvermögenshaltung entgegensteht. Wie erwähnt, ist das gleichzusetzen mit geschenktem Zentralbankgeld. Beispiel dafür ist die Erstaussattung mit Zentralbankgeld im Zuge der Währungsreform durch Einstellung von Ausgleichsforderungen in die Bilanz der Notenbank.

Seitdem hat in unserem Land die staatliche Komponente der Zentralbankgeldversorgung stetig abnehmendes Gewicht (vgl. Abb. 1). Bis Mitte der siebziger Jahre beruhte das umlaufende Zentralbankgeld nahezu ausschließlich auf Währungsreserven der Bundesbank. Nach Freigabe des Dollarkurses

Abb. 1: Komponenten des Zentralbankgeldvolumens in der Bundesrepublik Deutschland 1955-1982 (Jahresendwerte; Anteile in vH)



- 1 Bargeldumlauf (insgesamt) und Zentralbankeinlagen inländischer Kreditinstitute
- 2 Zentrale Währungsreserven minus Zentralbankguthaben ausländischer Einleger minus Ausgleichsposten für zugeteilte Sonderziehungsrechte
- 3 Zentralbankkredite an inländische Kreditinstitute
- 4 Nettoposition der Deutschen Bundesbank gegenüber inländische öffentliche Haushalte plus Anleihen und verzinsliche Schatzanweisungen des Bundes und der Länder

Quelle für Grundzahlen: Deutsche Bundesbank



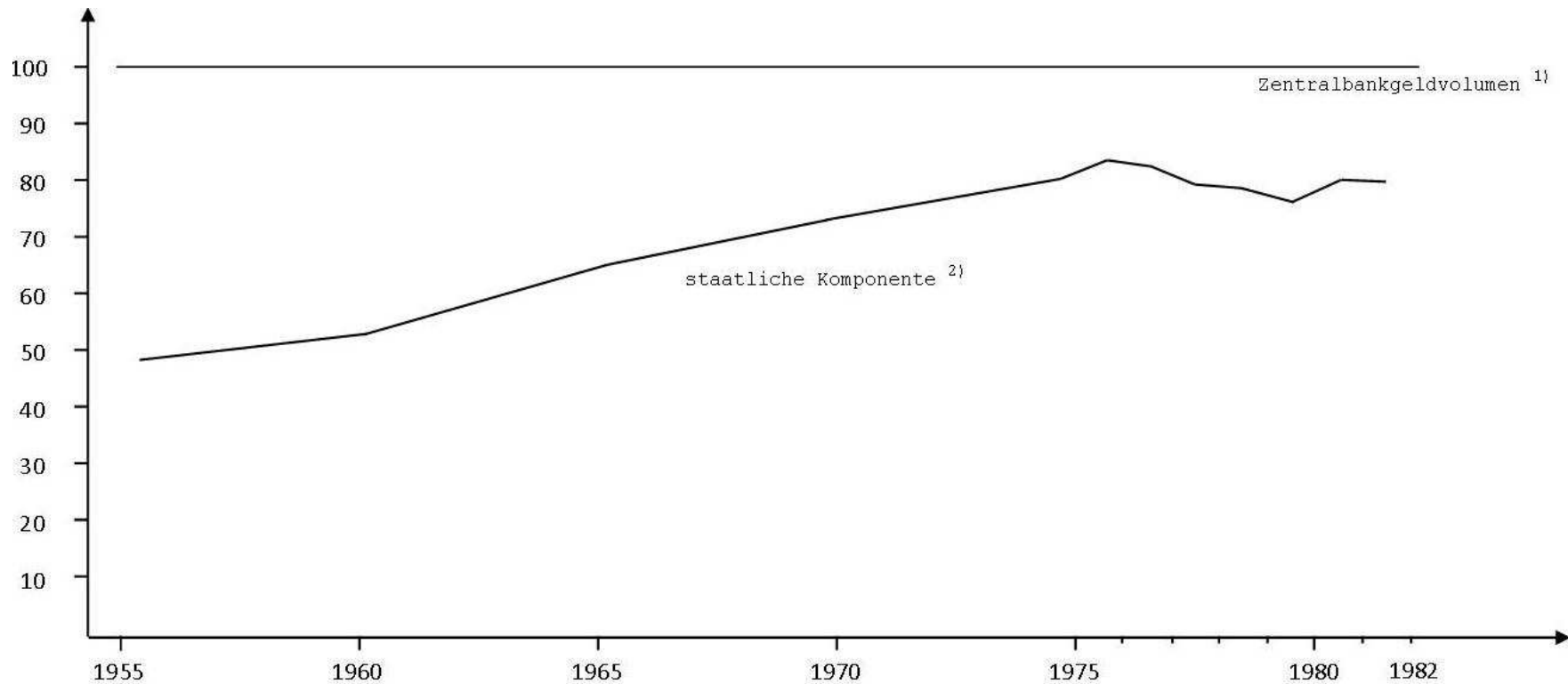
musste die Zentralbankgeldversorgung auf interne Komponenten umgestellt werden. Das Schaubild macht deutlich, wie das geschah, nämlich ausschließlich durch Ausweitung von Krediten an Geschäftsbanken. Diese Einseitigkeit ist ökonomisch kaum vertretbar. Mehr noch: Nach dem Versiegen des Devisenmarktes als Quelle des Zentralbankgeldes wurde die Chance verpasst, durch Bereitstellung von Zentralbankgeld über die staatliche Komponente und den damit verbundenen positiven Vermögenseffekt den Einfluss der Bundesbank auf realwirtschaftliche Vorgänge zu verstärken.

In den meisten anderen Ländern geschieht das Einschleusen von Zentralbankgeld durch Staatskredite zu höheren Anteilen als bei uns. Paradebeispiel dafür sind die USA (vgl. Abb. 2). Dort basiert der weit überwiegende Teil der Zentralbankgeldmenge auf Forderungen der Zentralbank gegenüber der Bundesregierung. Von 1955 bis 1982 wurde der Zuwachs an Zentralbankgeld zu 95 % durch Ausweitung des Bestandes an staatlichen Wertpapieren bei der amerikanischen Notenbank realisiert.

Dass diese Technik der Zentralbankgeldbereitstellung keiner der Geldwertstabilität verpflichteten Geldpolitik im Wege stehen muss, belegen die Erfahrungen in den USA seit Ende 1979 eindringlich.

Das verschwindend geringe Gewicht von Notenbankkrediten an den Staat in Deutschland ist deshalb ein historisches Relikt ohne überzeugende ökonomische Begründung. Dieser Weg der Geldversorgung ist etwas völlig anderes als die bloße Befriedigung staatlicher Kreditwünsche. Dieser Weg ist die konsequente Verknüpfung von Geld- und Staatsschuldenpolitik. Auf diese Weise entstehen zwar zins- und tilgungsfreie öffentliche Schulden, aber zugleich wird der Einfluss der Zentralbank auf güterwirtschaftliche Vorgänge verstärkt. Dabei macht es keinen Unterschied, ob - wie in den USA - zunächst von öffentlichen Haushalten Zinsen für von der Zentralbank übernommene Schuldtitel des Staates zu zahlen sind, die auf dem Weg der Gewinnausschüttung wieder erstattet werden oder ob von Anfang an auf Zinszahlungen verzichtet wird.

Abb. 2: Staatliche Komponente des Zentralbankgeldvolumens in den USA 1955—1982 (Jahresendwerte; Anteile in vH)



1 Banknotenumlauf und Zentralbankeinlagen der Mitgliedsbanken

2 Schuldtitel der amerikanischen Bundesregierung, der Bundesanstalten und staatlich geforderter Privatunternehmen im Bestand der Zentralbank

Quelle für Grundzahlen: Board of Governors of the Federal Reserve System

*These 5:* Zinslose oder zinsgünstige Kredite der Deutschen Bundesbank an öffentliche Haushalte des Inlands sollten nicht anders bewertet werden als derartige Bundesbank-Kredite an das Ausland oder an inländische Kreditinstitute.

Nicht einsichtig ist, warum in der öffentlichen Diskussion offen auszuweisende zinslose Bundesbankkredite an öffentliche Haushalte anders bewertet werden als verdeckte zinslose oder zinsgünstige Kredite der Bundesbank an das Ausland oder an Geschäftsbanken, Hierbei ist zunächst der aus politischen Gründen gewährte zinslose Kredit an die DDR - der sogenannte Swing - zu nennen. Gewichtiger aber sind die Vorgänge im Zusammenhang mit der Bildung des überwiegenden Teils der Währungsreserven. Die zur Devisenkurstützung erworbenen US-Dollars wurden - und zwar ohne jede betragsmäßig einengende Vorschrift - in US-Staatsschuldtiteln angelegt. Die amerikanischen Finanzmärkte wurden dadurch aufnahmefähiger, die Zinslast der amerikanischen Bundesregierung verminderte sich. Auch der Verzicht der Bundesbank auf Mindestreserven durch Senkung der Reservesätze ist mit einer zinslosen Kreditgewährung an Geschäftsbanken vergleichbar.

Schließlich ist daran zu erinnern, dass die Deutsche Bundesbank in den letzten Jahren ihren Instrumenteneinsatz in Richtung Feinsteuerung verlagert hat. So vergab sie im Durchschnitt des Jahres 1982 rd. 14 Mrd. DM Kredite an Geschäftsbanken über Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung und durch Lombard- bzw. Sonderlombardkredite. Weil hierbei Wertpapiere der öffentlichen Hand beliehen wurden, handelt es sich über die Gewinnabführungsvorschriften des Bundesbankgesetzes um die Umwandlung verzinslicher in zinslose Schuldtitel, mithin um eine verdeckte Form zinsloser Kredite an den Bundeshaushalt.

Aus alledem - zinslose oder zinsgünstige Bundesbank-Kredite an das Ausland und an Geschäftsbanken, verdeckte zinslose Kredite an den Bundeshaushalt - drängt sich die Frage auf: Warum sollte nicht künftig der langfristige Zentralbankgeldbedarf gedeckt werden durch offen ausgewiesene zinslose und tilgungsfreie Notenbankkredite an Gebietskörperschaften, nicht nur an den Bund, sondern auch an die Länder?

*These 6:* Eine Änderung des Finanzausgleichs ist kein gleichwertiger Ersatz für eine zinslose Mittelbereitstellung der Zentralbank an öffentliche Haushalte.

In der gegenwärtigen Diskussion wird manchmal darauf verwiesen, dass besondere Belastungen einzelner Bundesländer durch Änderungen des Finanzausgleichssystems ausgeglichen werden sollten. Es besteht ein entscheidender Unterschied zwischen der Änderung des Finanzausgleichs und dem zur Diskussion stehenden neuen Finanzierungsinstrument. Eine Änderung des Finanzausgleichs bewirkt lediglich eine Neuverteilung eines gegebenen Betrages an Steuereinnahmen. Das vorgeschlagene Finanzierungsinstrument hat eine ganz andere Qualität. Es öffnet dem öffentlichen Gesamthaushalt eine Quelle zusätzlicher Einnahmen, ohne dass Belastungen des privaten Sektors entstehen.

*These 7:* Eine zins- und tilgungsfreie Kreditgewährung der Zentralbank an öffentliche Haushalte muss und kann geldwertneutral gestaltet werden.

Es ist fraglos, dass die Erleichterung der Finanzierung von Ausgaben der Gebietskörperschaften durch zinslose Direktkredite der Notenbank dort ihre Grenze finden muss, wo die Effizienz der Stabilitätspolitik beeinträchtigt wird. Das heißt, das neue Finanzierungsinstrument muss streng orientiert werden an der ohnehin erforderlichen Einschleusung von Zentralbankgeld. In diesem Fall wird die Koppelung einer potentialorientierten und stabilitätsgerechten Geldversorgung mit einer die Zinslast vermindernenden kompensatorischen Finanzpolitik vollzogen.

Ein Beispiel soll verdeutlichen, wie eine geldwertneutrale Integration von Geld- und Staatsschuldenpolitik vollzogen werden könnte (vgl. Tabelle 5).

Die Deutsche Bundesbank hatte für das Jahr 1983 als monetäres Ziel einen Zuwachs der Zentralbankgeldmenge zwischen 4 % und 7 % beschlossen. Das entspricht einer Ausweitung zwischen rd. 7 bis etwa 12 Mrd. DM (Position 1.2.b) in Tabelle 5). Abzusehen ist, dass der realisierte Wert an der Obergrenze liegen wird, also bei einem Zuwachs von rd. 12 Mrd. DM (1.2.c)).

Daraus lassen sich Regeln für eine geldwertneutrale Zentralbankgeldversorgung über die staatliche Komponente ableiten. Dabei wird davon ausgegangen, dass das derzeitige Kreditvolumen der Bundesbank an Geschäftsbanken ebenso unverändert bleibt wie ihre Nettoauslandsposition.

Tabelle 5: Geldwertneutrale zins- und tilgungsfreie Direktkredite der Notenbank an öffentliche

I. Zentralbankgeldmengenziel und Zielrealisierung		
1. Zentralbankgeldmenge im Durchschnitt des vierten Quartals 1982		173,5 Mrd. DM
2. Zentralbankgeldmengen- ziel für 1983		
a) In vH		4 bis 7
b) in Mrd. DM		7 bis 12
c) tatsächlicher Zuwachs (in Mrd. DM; Annahme)		12
II. Einschleusung des zusätzlichen Zentralbankgeldes		
	Fall 1	Fall 2
1. Direktkreditgewährung in Höhe der Untergrenze des Geldmengenziels (in Mrd. DM)	7	7
2. Zinseinnahmen von Inlän- dern (in Mrd. DM)	3	4
3. Zinseinnahmen aus Auslandsaktiva (in Mrd. DM)	3	6
4. Zentralbankgeldmengen- zuwachs unter Berücksich- tigung voller Ausschüt- tung der Zinseinnahmen an den öffentlichen Ge- samthaushalt (1. - 2. + 2. + 3.; in Mrd. DM)	10	13
5. Zusätzliche Direktkredit- gewährung der Zentral- bank (I.2.c) ./ II.4.; in Mrd. DM)	2	1
6. Gesamte Mittelbereit- stellung der Zentral- bank an öffentliche Haushalte (II.1.÷ II.2. ÷ II.3. + II.5.; in Mrd. DM)	15	16
a) Kredite	9	6
b) Gewinne	6	10

- Nach Festlegung des Zentralbankgeldmengenziels würden dem öffentlichen Gesamthaushalt zinslose und tilgungsfreie Kredite der Bundesbank im Wert der Untergrenze des angestrebten Geldmengenziels, im Beispiel also in Höhe von 7 Mrd. DM, zugesagt (11.1.). Es sollte der Bundesbank überlassen werden zu entscheiden, in welchen Teilbeträgen dieser Kredit von der öffentlichen Hand abgerufen und auf diese Weise Zentralbankgeld in Umlauf gesetzt wird.
- Im Jahresverlauf fallen bei der Notenbank Zinserträge an. Zinseinnahmen aus Krediten an Geschäftsbanken entziehen dem Kreislauf Zentralbankgeld. Eine Kompensation könnte vorgenommen werden durch Lombardierung allein öffentlicher Schuldtitel bei der Zentralbank. Auch dieser Betrag der öffentlichen Verschuldung wäre dann faktisch zinslos. Nach Abschluss des Geschäftsjahres überweist die Bundesbank Gewinne an die öffentliche Hand. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Verwendung von Überschüssen der Bundesbank aus dem Auslandsgeschäft für Zahlungen aus dem Staatshaushalt Zentralbankgeld entstehen lässt. Es werden zwei Fälle angenommen. Sie unterscheiden sich vor allem dadurch, dass im Fall 2 die ausgeschütteten Zinseinnahmen aus Auslandsaktiva mit 6 Mrd. DM doppelt so hoch sind wie im Fall 1.
- Im Fall 1 - also bei vergleichsweise geringen Zinserträgen aus Auslandsaktiva - wird durch Gewinnausschüttung zusammen mit den im Verlauf des Geschäftsjahres abgerufenen Krediten an den Staatshaushalt das Zentralbankgeldmengenziel nicht erreicht. Das gibt Spielraum für eine weitere Direktkreditgewährung der Notenbank im Wert der Zielunterschreitung, im Beispiel in Höhe von 2 Mrd. DM (11.5.).
- Im Fall 2 aber - also bei hohen Zinserträgen aus Auslandsaktiva - würde eine volle Ausschüttung der Gewinne zusätzlich zu den zuvor bereitgestellten Direktkrediten die Zentralbankgeldmenge stabilitätswidrig ausweiten. In diesem Fall wäre 1 Mrd. aus Zentralbankgewinnen zu verwenden, um den Kredit zurückzuführen (11.5.).

Daraus folgt: Orientiert sich die Bundesbank an einem autonom von ihr festgelegten Zentralbankgeldmengenziel so muss sie bei Einführung des neuen Finanzierungsinstruments um keinen Deut davon abweichen. Der Notenbankkredit an den Staatshaushalt wäre deshalb geldwertneutral. Zudem würden die öffentlichen Haushalte erheblich entlastet, Überweisungen der Bundesbank an öffentliche Kassen wären im Rahmen einer potentialorientierten Finanzpolitik einplanbar, sie wären unabhängig von Zinsschwankungen und von Zufälligkeiten der Kursentwicklung am Devisenmarkt.

*These 8:* Die geldpolitische Autonomie der Deutschen Bundesbank muss und wird bei Einführung dieses neuen Finanzierungsinstruments unangetastet bleiben.

Die gewichtigsten Einwände gegenüber einer Notenbankfinanzierung von Staatsausgaben sind die des inflationären Missbrauchs und die Sorge um eine Einschränkung der Autonomie der Notenbank zugunsten zunehmender Machtfülle der Leiter der Finanzpolitik. Wie ausgeführt, entfallen monetäre Inflationsaspekte, wenn die Zentralbank ihr Geldmengenziel konsequent an stabilitätspolitischen Erfordernissen ausrichtet. Aber auch die Autonomie der Zentralbank wird durch das zur Diskussion stehende Finanzierungsinstrument in gar keiner Weise beeinträchtigt.

Wie zuvor würde allein die Bundesbank den anzustrebenden Zuwachs der Zentralbankgeldmenge festlegen. Über die Beträge, die zur Deckung des zusätzlichen Bedarfs an Zentralbankgeld durch Staatskredite bereitgestellt würden, entschiede also allein der Zentralbankrat, nicht ein Finanzminister. Weder würde die Autonomie der Bundesbank bei der Festlegung ihres Zentralbankgeldmengenziels beeinträchtigt, noch die Entscheidung über die Zielrealisierung im Jahresverlauf. Um es noch einmal zu betonen: Geändert hätte sich allein der Weg, auf dem Zentralbankgeld in Umlauf gebracht wird.

Auch die Möglichkeiten der kurzfristigen Liquiditätssteuerung wären nicht verschüttet, die kurzfristige Geldmengensteuerung innerhalb des Zielkorridors für das angestrebte Wachstum der Zentralbankgeldmenge wäre nicht blockiert, wenn der von der Bundesbank fest zugesagte und deshalb von der Finanzpolitik einplanbare Kredit an der Untergrenze der monetären Zielgröße orientiert würde. Die Geldpolitik würde also nicht verwässert, sondern im Gegenteil könnte das geldpolitische Instrumentarium der Bundesbank verbessert werden.

*These 9:* Das geldpolitische Instrumentarium der Deutschen Bundesbank kann bei Realisierung der Zentralbankgeldversorgung über Kredite an öffentliche Haushalte verbessert werden.

Als Gegenposten zur Kreditbereitstellung der Notenbank an öffentliche Haushalte wäre in die Zentralbankbilanz eine zinslose und tilgungsfreie Ausgleichsforderung einzurücken. Würde die Bundesbank mit einem eigenen Emissionsrecht in Höhe dieser Ausgleichsforderung ausgestattet, so könnte sie diese Forderung jederzeit nach eigenem Ermessen für die Begebung von Offenmarktpapieren ihrer Wahl aktivieren. Die Zins- und Fälligkeitsstruktur

von Offenmarktpapieren würde auf diese Weise beträchtlich ausgeweitet. Dadurch wäre es möglich, ein kurzfristig zu rasches Wachstum der Zentralbankgeldmenge - etwa durch Devisenankäufe der Bundesbank - zu unterbinden.

Auch die Zinspolitik der Deutschen Bundesbank könnte auf diese Weise durchschlagskräftiger gestaltet werden. Zunächst gilt: Die Bankraten - etwa Diskontsatz und Lombardsatz - behielten ihre Funktion zur Bestimmung der Grenzen der Zinsentwicklung am Geldmarkt. Die Leitzinsfunktion dieser Bankraten steht und fällt ja nicht mit einer ständigen Ausweitung der Refinanzierungskredite an Banken. Aber mehr noch: Durch geeignete Kombination der Zins- und Fälligkeitsstruktur von Offenmarktpapieren würde der Einfluss der Geldpolitik auf die Zinssätze am Kapitalmarkt verstärkt. Denn dann könnte die Zentralbank auch längerfristige Wertpapiere anbieten, die in Konkurrenz treten würden zur Geldvermögenshaltung durch Erwerb privater Kapitalmarkttitel.

*These 10:* Zinslose Zentralbankkredite an öffentliche Haushalte stören nicht die Allokationsfunktion des Zinssatzes.

Kritisiert werden könnte, dass bei einer Finanzierung öffentlicher Investitionen durch zinslosen Notenbankkredit der Zins seine Funktion zur Allokation der Produktivkräfte verlöre. Zunächst: Nicht ein Investitionsboom, nicht eine Überforderung des Produktionspotentials war das Problem der letzten Jahre, und es wird wohl auch nicht das Problem für die absehbare Zukunft sein. Aber wichtiger ist: Der Staat ist kein Kaufmann. Er kann deshalb nicht nur Aufgaben übernehmen, die sich privatwirtschaftlich rechnen. Im Gegenteil Öffentliche Investitionen werden ja gerade in jenen Bereichen verlangt, in denen die Privatwirtschaft unter denen für sie geltenden Kosten/Ertragsüberlegungen nicht investiert. Öffentliche Investitionen zeichnen sich typischerweise dadurch aus, dass die unmittelbaren Investitionskosten und die Folgelasten bei der öffentlichen Hand anfallen, die Erträge dagegen bei den Privaten. Welchen Sinn kann es da haben, mit dem Hinweis auf die Allokationsfunktion des Zinses der öffentlichen Hand die Verfügung über zusätzliche Mittel zur Erfüllung wichtiger Aufgaben zu verwehren? Die öffentliche Hand kann und darf sich als Beurteilungsmaßstab zur Durchführung von Investitionen, die von Privaten nicht wahrgenommen werden, nicht privatwirtschaftlich-gewinnorientierte Steuermechanismen wählen, sondern sie muss sich ausschließlich an gesellschaftlichen Überlegungen orientieren.



### 3. Zusammenfassung

Die vorgestellten Thesen lassen sich in drei Aussagen zusammenfassen:

- Erstens führt der zinslose und tilgungsfreie Notenbankkredit zu einer erheblichen Ausweitung des Dispositionsspielraums der öffentlichen Haushalte.
- Zweitens erhält der öffentliche Gesamthaushalt auf diesem Wege zusätzliche Mittel, die den privaten Sektor nicht belasten, sondern die im Gegenteil durch Erhöhung des Nettogeldvermögens der Privaten einen zusätzlich belebenden Impuls auslösen können.
- Drittens kann eine am erforderlichen Wachstum der Zentralbankgeldmenge orientierte Kreditbereitstellung der Notenbank an öffentliche Haushalte geldwertneutral vollzogen werden. Die Autonomie der Bundesbank würde in keiner Weise beschränkt, und das geldpolitische Instrumentarium könnte verbessert werden.

### III. *Finanzierung öffentlicher Investitionen durch Notenbankkredit: Offene Fragen und ein Vorschlag im Hinblick auf eine Interimslösung\**

#### 1. *Fragestellung*

Es ist auf drei Fragenbereiche einzugehen, die sich im Verlauf des ersten Gesprächs entweder als umstritten herausgestellt hatten oder zu denen weitere Informationen als erforderlich erschienen. Diese Fragenbereiche sind:

- Quantitative Entlastungswirkung des neuen Finanzierungsinstruments für den öffentlichen Gesamthaushalt
- Notenbankfinanzierung von Staatsausgaben in anderen Ländern
- Umfang und Zweckbindung von Sonderfinanzierungskontingenten der Deutschen Bundesbank. In diesem Zusammenhang wird ein Hinweis gegeben im Hinblick auf eine von einigen Teilnehmern angedeutete »kleinere« Lösung.

#### 2. *Quantitativer Entlastungseffekt bei der Umstellung der Zentralbankgeldzuführung auf die fiskalische Komponente*

##### 2.1 *Die Position der Kritiker: »Konsolidierungsinstrument«*

Umstritten war die quantitative Entlastung des öffentlichen Gesamthaushalts, wenn die Zentralbankgeldversorgung von der Refinanzierungskomponente umgestellt wird auf die staatliche Komponente.

Verständigungsschwierigkeiten zu dieser Frage können sich ergeben aus unterschiedlichen Ansätzen, möglicherweise auch aus einer unterschiedlichen Sichtweise dessen, was unter Entlastung zu verstehen ist. Es kann nützlich sein, die Entlastung der öffentlichen Hand zu unterteilen in eine Liquiditätswirkung auf der einen Seite sowie Zinszahlungen und Tilgungen auf der anderen Seite. Als Liquiditätswirkung wird die Zuführung von Mitteln zu öffentlichen Haushalten bezeichnet. Die Entlastung ergibt sich aber erst unter Berücksichtigung von Liquiditätswirkung und Zinsaufwand. Tilgungen werden nicht berücksichtigt.

Zunächst zur Liquiditätswirkung. Niemand würde bestreiten, dass eine zusätzliche Kreditmarktverschuldung den Ausgabenspielraum der öffentlichen Hand in gleicher Weise und

\* Vortrag im Rahmen des Symposiums am 16.6. 1984

ausweitet wie ein Erhöhung der Steuereinnahmen oder aber die Verfügung über zinslosen

tilgungsfreien Notenbankkredit. Hierin unterscheiden sich die Formen der Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben nicht. Entscheidend sind die Zinszahlungen.

Aber auch unter Berücksichtigung von Zinszahlungen, nicht aber der Tilgungen, ist ein Fall denkbar, in dem der kostenlose Notenbankkredit den öffentlichen Gesamthaushalt nicht entlastet. Dieser Fall ist gegeben, wenn im Ausmaß der zinslosen und tilgungsfreien Mittelbereitstellung der Zentralbank die Nettokreditaufnahme der öffentlichen Hand an den Finanzmärkten zurückgeführt wird. Vorauszusetzen ist ferner, dass der Zinssatz für Refinanzierungskredite der Zentralbank an Geschäftsbanken gleichhoch ist wie der Kapitalmarktzins. Das wird als Substitutionsfall bezeichnet.

Ein Beispiel mag das verdeutlichen. Angenommen, die Nettokreditaufnahme der öffentlichen Hand an den Finanzmärkten wird um 10 Mrd. DM reduziert, weil in dieser Höhe die Zentralbankgeldzuführung vollzogen wird durch zinslose und tilgungsfreie Kreditgewährung der Zentralbank an den Staat. Diese Substitution der Kreditaufnahme an Finanzmärkten durch Mittelbereitstellung der Zentralbank ist für öffentliche Haushalte liquiditätsneutral: In beiden Fällen beträgt die Mittelzuführung 10 Mrd. DM. Aber auch der Nettozinsaufwand wird in diesem Substitutionsfall nicht verringert. Bei einem Kapitalmarktzinssatz von 8 % beläuft sich die Zinsersparnis auf 800 Mio. DM. Da nun aber - wegen der nun zinslosen Zentralbankgeldversorgung - der Zentralbank Zinseinnahmen verlorengelassen, die sonst an den öffentlichen Haushalt hätten abgeführt werden können, schmilzt der Entlastungseffekt zusammen auf die Differenz der Zinssätze für die Kreditaufnahme an den Finanzmärkten und für Refinanzierungskredite der Zentralbank an Geschäftsbanken. Gleichhohe Zinssätze vorausgesetzt, ergibt sich keinerlei Entlastungseffekt. Diese Rechnung ist zweifellos stichhaltig: Keine Entlastung. Aber es ist auf einige Annahmen hinzuweisen, die dieser Rechnung zugrunde liegen und zu der Schlussfolgerung führen, derzeitiger und vorgeschlagener Weg der Zentralbankgeldzuführung seien in jeder Hinsicht äquivalent.

- Erstens werden Zinserträge der Zentralbank stets in voller Höhe an den öffentlichen Gesamthaushalt abgeführt.
- Zweitens wird vorausgesetzt, dass die Kreditaufnahme der öffentlichen Hand an den Finanzmärkten keine Tilgung nach sich zieht, sondern allein Umschuldungen. Auch bei der Kreditmarktverschuldung handelt es sich also um »ewige« Kredite, nicht allein bei der zinsfreien Mittelbereitstellung der Zentralbank.
- Drittens werden bei Fälligkeit von Staatsschuldtiteln freiwerdende Mittel stets verzugslos, gleichsam automatisch, wieder in vollem Umfang in neuen Staatsschuldtiteln angelegt. Ein zunehmender Bruttokreditbedarf der öffentlichen Hand bei Umschuldungen ist kein Problem.

- Viertens ist crowding out bedeutungslos. Eine zusätzliche Kreditaufnahme des Staates in der genannten Größenordnung von 10 Mrd. DM jährlich ist stets, ungeachtet der jeweiligen konjunkturellen Situation und des Kurses der Geldpolitik, bei gleichbleibenden Zinssätzen möglich.
- Fünftens gibt es kein Zinssatzänderungsrisiko, das bei Umschuldungen die Zinsbelastung öffentlicher Haushalte erhöhen könnte.
- Sechstens entstehen bei der auch von der Höhe der Bankraten der Zentralbank abhängigen Gewinnabführung an die öffentliche Hand keine Probleme in der angemessenen Zentralbankgeldversorgung auch dann nicht, wenn das gegenüber dem Vorjahr nach unten revidiert wird.
- Siebtens ist es unbedenklich, dass Gewinne der Zentralbank aus dem Refinanzierungsgeschäft der Banken eine Einkommensübertragung vom privaten Sektor auf den Staat darstellen, vergleichbar mit einer Quellen-Steuer auf Geldvermögen und Kreditmarktverschuldung der Privaten.
- Achters entstehen aus einer zusätzlichen Staatsverschuldung gegenüber dem privaten Sektor keine Verzerrungen bei der Verteilung von Einkommen und Vermögen. Der in der Finanzwissenschaft höchst kontrovers diskutierte Transferansatz der öffentlichen Verschuldung ist entweder nicht existent oder er ist quantitativ bedeutungslos.

Es ist offenkundig, dass alle diese Annahmen zusammengenommen die Realität verzerrt wiedergeben. Aber es mag sein, dass alle diese Dinge als belanglos erachtet werden für die Konjunktur und für die längerfristige Entwicklung, für die Zinsbelastung der öffentlichen Hand, für die Verteilung von Einkommen und Vermögen und für die Geldpolitik. Dann ist es in der Tat - unter allen diesen Annahmen - für den Substitutionsfall belanglos, ob die öffentliche Hand zusätzliche Mittel am den Finanzmärkten aufbringt und entsprechend zu verzinsen hat oder ob sie Mittel von der Zentralbank zinslos und tilgungsfrei bereitgestellt erhält. Aber diese Rechnung geht an dem Kern des Vorschlags vorbei.

## 2.1 *Der Entlastungseffekt: »Finanzierungsinstrument«*

### 2.1.1 *Eine Kurzfassung*

Der vorgeschlagene Weg der Zentralbankgeldbereitstellung durch zinslose »ewige« Kredite der Notenbank an den öffentlichen Gesamthaushalt wurde aus fiskalischer Sicht ausdrücklich als »Finanzierungsinstrument« gekennzeichnet, nicht als »Konsolidierungsinstrument«. Nicht gedacht ist also an eine Rückführung der Kreditaufnahme der öffentlichen Hand an

Finanzmärkten, sondern an eine Quelle inflationsneutraler Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben. Zinsloser Notenbankkredit sollte deshalb nicht die verzinsliche Kreditaufnahme des Staates an Finanzmärkten ersetzen, sondern beides sollte sich ergänzen. Das ist der Komplementärfall. Wird der zinslose Notenbankkredit als Quelle der Finanzierung zusätzlicher Ausgaben gesehen, so ergibt sich eine erhebliche Ausweitung des Dispositionsspielraums der öffentlichen Hand. Sie bemisst sich als Differenz zwischen der Ausweitung der Zentralbankgeldmenge und sonst möglichen Zinserträgen der Bundesbank aus zusätzlichen Krediten an Geschäftsbanken.

### *2.2.2 Ein Rechenbeispiel*

Den quantitativen Entlastungseffekt bei einem Nebeneinander zinsloser Notenbankkredite und verzinslicher Kreditaufnahme der öffentlichen Hand mag eine Beispielsrechnung verdeutlichen (vgl. Tabelle 6; Erläuterungen zur Tabelle sind dem Anhang (1.) zu entnehmen). Es wird von drei Annahmen ausgegangen:

1. Die Zentralbankgeldmenge in Abgrenzung der Deutschen Bundesbank wächst jährlich mit einer Rate von 6vH. Basis ist das Jahr 1982.
2. Der Zinssatz für Refinanzierungskredite der Banken bei der Zentralbank und für die Kreditaufnahme der öffentlichen Hand an Finanzmärkten beträgt jeweils 5 %.
3. Zusätzliches Zentralbankgeld wird alternativ entweder ausschließlich durch verzinsliche Kredite an Geschäftsbanken oder nur durch zinslosen Notenbankkredit an öffentliche Haushalte bereitgestellt.

Diese Annahmen führen zu folgenden Ergebnissen:

- Spalte (1) zeigt den jährlichen Bestand an Zentralbankgeld, Spalte (2) die erforderliche Ausweitung der Zentralbankgeldmenge und Spalte (3) die entsprechenden kumulativen Veränderungen.
- wird Zentralbankgeld ausschließlich über verzinsliche Kredite an Geschäftsbanken im Umlauf gesetzt, so ergeben sich die in Spalte (4) angegebenen Zinserträge der Zentralbank.
- Bei voller Abführung dieser Zinserträge an den öffentlichen Gesamthaushalt wird die in Spalte (5) aufgeführte Nettokreditaufnahme der öffentlichen Hand an den Finanzmärkten faktisch zinslos. Dieser Betrag entspricht der jeweiligen Ausdehnung der

Tabelle 6: Ausweitung des Dispositionsspielraums der öffentlichen Hand durch Zentralbankgeldversorgung allein durch zinslose »ewige« Kredite an den Öffentlichen Gesamthaushalt (Mrd. DM)

Jahr	Zentralbankgeldmenge			Zinsertrag aus (3) <sup>2)</sup>	Nettokreditaufnahme öff. HH an Finanzmärkten (entspricht (2))	Zinskosten aus (5) <sup>3)</sup> (entspricht (4))	Dispositionsspielraum öff. NH bei Abführung von Zinserträgen aus Ref.-Kr.an Kreditinstitute <sup>4)</sup> (5) + (4) - (6)	Dispositionsspielraum öff. NH bei ZBG-Bereitstellung durch zinslosen Notenbankkredit (2) + (5) - (6)	Ausweitung des Dispositionsspielraums (8) - (7)
	Bestand (1)	Veränderung (2)	Kumulative Veränderung (3)						
1982	173,5	-	-	-	-	-	-	-	-
1983	183,9	10,4	10,4	0,5	10,4	0,5	10,4	20,3	9,9
1984	194,9	11,0	21,4	1,1	11,0	1,1	11,0	20,9	9,9
1985	206,6	11,7	33,1	1,7	11,7	1,7	11,7	21,7	10,0
1986	219,0	12,4	45,5	2,3	12,4	2,3	12,4	22,5	10,1
1987	232,2	13,1	58,6	2,9	13,1	2,9	13,1	23,3	10,2
1988	246,1	13,9	72,5	3,6	13,9	3,6	13,9	24,2	10,3
1989	260,9	14,8	87,3	4,4	148,0	4,4	14,8	25,2	10,4
1990	276,5	15,7	103,0	5,2	15,7	5,2	15,7	26,2	10,5
1991	293,1	16,6	119,6	6,0	16,6	6,0	16,6	27,2	10,6
1992	310,7	17,6	137,2	6,9	17,6	6,9	17,6	28,3	10,7
Summe		137,2		34,6	137,2	34,6	137,2	239,8	102,6

1 Beispielsrechnung; Annahme eines Wachstums der Zentralbankgeldmenge von 6 vH je Jahr

2 Zinssatz für Refinanzierungskredite der Banken: 5 %; Annahme der Zentralbankgeldzuführung zum vollen Betrag jeweils zum Jahresbeginn

3 Zinssatz für Staatsschuldtitel gleich Zinssatz für Refinanzierungskredite der Banken; Annahme der Nettokreditaufnahme jeweils zum Jahresbeginn

4 Annahme voller Abführung von Zinserträgen aus Refinanzierungskrediten an Geschäftsbanken jeweils zum Jahresbeginn

Zur Bestimmung der Zeitreihen vgl. Anhang.

- Zentralbankgeldmenge. Folglich ist die Ausweitung des Dispositionsspielraums des Staates gleichwertig mit der Nettokreditaufnahme, weil Gewinnabführungen der Bundesbank den Zinsaufwand voll abdecken (vgl. Spalte (7)). Das ist dasselbe Ergebnis wie im Substitutionsfall. Freilich setzt das voraus, dass die Zinssätze für die Refinanzierung der Banken bei der Zentralbank und am Kapitalmarkt gleichhoch sind. Diese Annahme ist nicht sonderlich wirklichkeitsnah. Wird ein Kapitalmarktzins von 8 % bei einem Zinssatz für Refinanzierungskredite der Banken von 5 % angenommen, so ergeben sich in dem Zehnjahreszeitraum Nettozinsausgaben der öffentlichen Hand von rd. 20 Mrd. DM.
- Stellt die Zentralbank zusätzliches Zentralbankgeld nicht mehr durch verzinsliche Kredite an Geschäftsbanken bereit, sondern allein durch zinslosen und tilgungsfreien Kredit an öffentliche Haushalte, so fallen natürlich keine Gewinne aus der Zentralbankgeldversorgung mehr an. Aber dieser Einnahmeausfall bei öffentlichen Kassen wird bei weitem durch zusätzliche Einnahmen übertroffen, nämlich dadurch, dass nun der Gesamtbetrag der Zentralbankgeldmengenausdehnung zur Ausschüttung gelangt, nicht allein - wie bislang - der Zinsertrag. Die sich im Vergleich zur derzeitigen Praxis der Zentralbankgeldbereitstellung durch Aufstocken von Zentralbankkrediten an Geschäftsbanken ergebende Entlastung öffentlicher Haushalte ist Spalte (9) zu entnehmen. Dieser Entlastungseffekt ermittelt sich als Differenz zwischen der Zentralbankgeldmengenausweitung abzüglich entgangener Zinserträge aus sonst gewährten Krediten der Zentralbank an Geschäftsbanken. Unter den gesetzten Annahmen bemisst sich der Entlastungseffekt auf rd. 10 Mrd. DM je Jahr.

Aber auch gegen diese Rechnung ist ein Einwand möglich. Er könnte lauten: Wird an der bisherigen Praxis der Zentralbankgeldversorgung durch Kredite an Geschäftsbanken festgehalten und werden die Zentralbankgewinne an den öffentlichen Haushalt abgeführt, so kann die Einengung des Dispositionsspielraums der öffentlichen Hand im Vergleich zum vorgeschlagenen Finanzierungsinstrument kompensiert werden durch eine Kreditaufnahme am Kapitalmarkt. Die Liquiditätswirkung wäre dann gleich. So wären im ersten Jahr zusätzlich 10,4 Mrd. DM aufzunehmen, wobei 0,5 Mrd. für Zinsaufwendungen Verwendung fänden. Ist also unter fiskalischen Gesichtspunkten die Methode der Zentralbankgeldbeschaffung zumindest nahezu irrelevant? Wer so rechnet, übersieht die Kumulation der Zinszahlungen in den Folgejahren. Um im Beispiel zu bleiben: Selbst wenn Tilgungen der Kreditmarktverschuldung der öffentlichen Hand unberücksichtigt bleiben, stehen bei einem Kapitalmarkt Zins von 5% nach Ablauf von 10 Jahren einer um 137,2 Mrd. DM gestiegenen Staatsverschuldung 34,6 Mrd. DM Zinszahlungen entgegen. Im zehnten Jahr sind rund

40 vH der Nettokreditaufnahme für Zinszahlungen aufzuwenden. Bei einem Kapitalmarktzins von 8 % sind 55 Mrd. DM an Zinszahlungen fällig, und im zehnten Jahr werden 62 vH der Nettokreditaufnahme von Zinsausgaben gebunden.

Genau das ist das Dilemma, das der Sachverständigenrat vor einigen Jahren kennzeichnete, nämlich dass eine potentialorientierte Verschuldungsregel in eine Sackgasse führt. Denn langfristig wird die Nettokreditaufnahme zunehmend von Zinsaufwendungen aufgezehrt.

Das Zwischenfazit lautet also:

- Die Liquiditätswirkung des neuen Finanzierungsinstruments kann ausgeglichen werden durch Kreditaufnahme am Kapitalmarkt.
- Zunehmende Kapitalmarktverschuldung aber führt zu ständig steigenden Zinsaufwendungen, die den Dispositionsspielraum der öffentlichen Hand zunehmend einengen.
- Der fiskalische Vorteil des neuen Finanzierungsinstruments ist also die Zinslosigkeit und die Tilgungsfreiheit.

### *2.2.3 Eine Einschränkung*

Eine Einschränkung ist der Vollständigkeit halber zu nennen. Öffentliche Haushalte werden durch diese Umstellung der Zentralbankgeldbereitstellung dauerhaft nur dann entlastet, wenn - grob gerechnet - die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge höher ist als der Zinssatz, zu dem die Zentralbank sonst Geschäftsbanken auf dem Kreditwege mit Zentralbankgeld versorgen würde. Die genaue Bedingung ist dem Anhang (2.) zu entnehmen. Ist der Zinssatz für Zentralbankkredite an Geschäftsbanken dagegen dauerhaft höher als die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge, so ergibt sich eine Scherenbewegung. Zunächst weitet sich der Dispositionsspielraum der öffentlichen Hand im Vergleich zur gegenwärtigen Praxis der Zentralbankgeldzuführung durch Kredite an Geschäftsbanken mit folgendem Gewinntransfer der Bundesbank an den Bundeshaushalt aus. Auf längere Sicht aber ist in diesem Fall der Einnahmeausfall der öffentlichen Haushalte höher als die allein über Staatskredite vollzogene Zentralbankgeldführung.

Die Annahme, dass der Zinssatz für Kredite der Zentralbank an Geschäftsbanken dauerhaft höher ist als die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge, ist nicht sonderlich realistisch. In der Vergangenheit jedenfalls war das nicht so. Dennoch ist nichts so sicher, dass Vergangenheitserfahrungen unbedenklich in die Zukunft extrapoliert werden könnten. Es ist deshalb zu prüfen, wann der anfängliche Entlastungseffekt von sonst möglichen Gewinnabfüh-



rungen der Zentralbank kompensiert wird, Einige Rechenergebnisse sind in Tabelle 7 dargestellt. Hierbei zeigt sich:

*Tabelle 7:* Dauer der Entlastungswirkung zinsloser Notenbankkredite an öffentliche Haushalte bei einem im Vergleich zur Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge dauerhaft höheren Zinssatz für Refinanzierungskredite der Bundesbank an Geschäftsbanken

Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge (in vH)	Zinssatz für Refinanzierungskredite (in %)	Ausweitung des Dispositionsspielraums (in Jahren)
3	4	44,2
3	6	22,5
3	8	15,3
3	10	10,4
4	5	37,4
4	7	20,3
4	9	14,2
4	11	10,9
5	6	32,4
5	8	18,5
5	10	13,3
5	12	10,4
6	7	28,4
6	9	17,0
6	11	12,4
6	13	9,8
7	8	25,2
7	10	15,7
7	12	11,6
7	14	9,3

- Liegt die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge um einen Prozentpunkt unter dem Zinssatz für Zentralbankkredite an Geschäftsbanken, so wird - je nach Konstellation -

tion von Zinssatz und Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge - der anfängliche Entlastungseffekt nach 25 bis 44 Jahren kompensiert.

- Bei einem Abstand von sieben Prozentpunkten zwischen Zentralbankgeldmengenwachstum und höherem Zinssatz sind die Alternativkostendes neuen Finanzierungsinstruments bereits nach rd. 10 Jahren gleichwertig mit der Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge.

Werden aber hinreichend realistische Werte für die Zuwachsrate der Zentralbankgeldmenge und für den Zinssatz der Refinanzierung von Geschäftsbanken bei der Zentralbank eingesetzt, so ist auch bei im Vergleich zur Wachstumsrate dauerhaft höherem Zinssatz eine erhebliche Ausweitung des Dispositionsspielraums für einen Zeitraum gegeben, an dem sich wirtschaftspolitisches Handeln noch ausrichten kann.

### *3. Finanzierungshilfen von Notenbanken anderer Länder*

#### *3.1 Vorbemerkung*

Um es vorwegzunehmen: Nicht bekannt ist, dass Zentralbanken stabilitätsbewusster Länder öffentlichen Haushalten über kurzfristige Kassenkredite hin aus langfristige Direktkredite gewähren. Gleichwohl sind derartige Direktkredite nicht mit Sicherheit auszuschließen, weil es nicht möglich war, darüber eindeutige Informationen zu gewinnen.

Die Deutsche Bundesbank lehnte Auskünfte über Formen der Notenbankfinanzierung von Staatsausgaben in anderen Ländern ab. Deshalb beschränken sich die Informationen auf die Durchsicht der einschlägigen Literatur, auf Berichte und Bilanzen von Zentralbanken und auf Auskünfte von Botschaften einiger Länder. Diese Informationen sind nicht immer widerspruchsfrei. Auch Zentralbankbilanzen sind zu dieser Frage von geringem Informationswert, weil - ähnlich wie in der Bundesrepublik - Zentralbankkredite mit politischer Brisanz auch bei Zentralbanken des Auslands meist unter einer nichtssagenden Rubrik zusammengefasst werden, etwa in der Position »sonstige Aktiva«.

Im Folgenden wird über die Beteiligung von Zentralbanken bei der Finanzierung von Staatsausgaben in vier Ländern berichtet. Diese Länder bilden gleichsam die Eckpunkte eines Spektrums, in das Zentralbanken anderer Länder einzuordnen sind (vgl. Tabelle 8).

Table 8. Staatsfinanzierung durch Notenbankkredit in anderen Ländern (Landeswährung)

Land	Finanzierungskontingente	Indirekte Staatsfinanzierung
Frankreich	Zentralstaat: 23 7 Mrd.. davon 13,7 Mrd. zinslos; Funktion wie Kassenkreditplafonds in Deutschland	<ul style="list-style-type: none"> <li>- seit 1958 Verbot von Offenmarktgeschäften in mittel- und langfristigen Staatsschuldtiteln</li> <li>- Schatzwechselkredite: 33,4 Mrd.; Zentralbankgeldmenge: 212 Mrd.; Anteil von Schatzwechselkrediten an Zentralbankgeldmenge: 15,8 vH (Ende 1982)</li> <li>- Besonderheit: Kreditgewährung der Caisse de Dépôts et Consignations (etwa: Zentralinstitut der Sparkassen) an Departenents und Kommunen für Infrastrukturinvestitionen und Wohnungsbau; Zinssatz etwa 3 Prozentpunkte über Zins Satz für Spareinlagen, damit 2 - 3 Prozentpunkte unter Kapitalmarkt -</li> <li>- Zinssatz; keine betragsmäßige Begrenzung</li> </ul>
Großbritannien	Kassenkredite (ways and means advances); für jedes Haushaltsjahr neu festgelegt	<ul style="list-style-type: none"> <li>- dienende Funktion der Geldpolitik für die Finanzierung von Fehlbeträgen im öffentlichen Haushalt</li> <li>- trad. Begrenzung auf kurzfristige Überbrückungskredite; kein gesetzliches Verbot für Staatskredite</li> <li>- Staatsschuldtitel im Bestand der BoE: 6,3 Mrd.; Zentralbankgeldmenge (wide monetary base): 12,4 Mrd.; Anteil von Staatsschuldtiteln an Zentralbankgeldmenge: 51 vH (Ende 1982)</li> </ul>
Japan	Kassenkredite im Rahmen der vom Parlament für jedes Haushaltsjahr festgelegten Grenze	<ul style="list-style-type: none"> <li>im Zentralbank-Gesetz keine Begrenzung für Kredite an den Staat</li> <li>Finanz-Gesetz von 1947: keine langfristigen Kredite</li> <li>Staatsschuldtitel im Bestand der BoE: 18,7 Bill.; Zentralbankgeldmenge: 17,8 Bill.; Anteil von Staatsschuldtiteln an der Zentralbankgeldmenge: 105 vH (September 1981)</li> </ul>

Land	Finanzierungskontingente	Indirekte Staatsfinanzierung
Schweiz	<ul style="list-style-type: none"> <li>- keine</li> <li>- kein Anspruch öff. Haushalte auf Notenbankkredite</li> <li>- Buchkreditgewährung ist der Nationalbank ausdrücklich untersagt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- keine Begrenzung indirekter Finanzierung durch Offenmarktpolitik</li> <li>- Staatsschuldtitel im Bestand der Schw. Nationalbank: 0,11 Mrd.; Zentralbankgeldmenge: 36,7 Mrd.; Anteil von Staatsschuldtiteln an Zentralbankgeldmenge: 0,3 vH (Ende 1982)</li> </ul>

*Quellen:*

- Caesar, R., Der Handlungsspielraum von Notenbanken, Baden-Baden 1981
- Bilanzen der Zentralbanken
- OECD Economic Surveys 1982 -1983, Japan, July 1983
- Hein, M., Strukturanalysen ausländischer Banksysteme: Japan, Schriftenreihe des Instituts für Bank- und Kreditwirtschaft an der Freien Universität Berlin, 2. Aufl., Frankfurt aM. 1971
- Geis, H-G., Strukturanalysen ausländischer Banksysteme: Frankreich, Schriftenreihe des Instituts für Bank- und Kreditwirtschaft an der Freien Universität Berlin, 2. Aufl., Frankfurt aM. 1971
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Hrsg.), Acht europäische Zentralbanken. Frankfurt a.M. 1963
- Auskünfte der Botschaften Frankreichs, Japans und der Schweiz in der Bundesrepublik Deutschland

### 3.2 *Frankreich*

In Frankreich stehen dem Zentralstaat Finanzierungsplafonds bei der Zentralbank zur Verfügung, die - ähnlich wie in Deutschland - allein der kurzfristigen Überbrückung von Kassenfehlbeträgen dienen. Finanzierungskontingente für die langfristige zinslose oder zinsgünstige Mittelbereitstellung der Zentralbank an den Staatshaushalt bestehen nicht. Auch die indirekte Staatsfinanzierung durch die Notenbank ist in Frankreich von geringem Gewicht. So besteht ein Verbot für Offenmarktgeschäfte in mittel- und langfristigen Wertpapieren öffentlicher Haushalte. Auch Schatzwechsellkredite sind, gemessen am gesamten Aktivgeschäft der Zentralbank oder an der Zentralbankgeldmenge, von vergleichsweise geringer quantitativer Bedeutung.

Eine Besonderheit in Frankreich bezüglich der Finanzierung öffentlicher Investitionen ist berichtenswert. Départements und Kommunen erhalten vom Zentralinstitut der Sparkassen Kredite für die Finanzierung von Infrastrukturinvestitionen zu einem Vorzugszinssatz. Die-

ser Zinssatz liegt etwa zwei bis drei Prozentpunkte unter dem Kapitalmarktzins. Betragsmäßige Begrenzungen für die Inanspruchnahme dieses Vorzugskredits bestehen nicht.

### 3.3 *Großbritannien*

Die Bank of England hat eine dienende Funktion für die Finanzierung von Defiziten des öffentlichen Zentralhaushalts. Nach britischem Verständnis haben sich geldpolitische Zielsetzungen der Finanzpolitik unterzuordnen. Aber selbst dieser Status der Abhängigkeit der Zentralbank vom Finanzministerium muss nicht zwangsläufig dazu führen, dass die Zentralbank zum Selbstbedienungsladen für staatliche Kreditwünsche wird. Das wird in Großbritannien besonders deutlich. So ist die direkte Finanzierung von Staatsausgaben traditionell auf kurzfristige Überbrückungskredite begrenzt. Hierzu werden alljährlich im Zuge der Feststellung des Staatshaushalts Obergrenzen festgelegt. Durch Gesetz werden darüber hinausgehende Kredite an den Zentralhaushalt in keiner Weise und Höhe untersagt oder begrenzt. Dennoch gewährt die Bank of England keine über die kurzfristige Überbrückung von Kassenfehlbeträgen hinausgehenden Direktkredite an den Staat.

In Großbritannien basiert traditionell der Banknotenumlauf zu einem Großteil auf dem Erwerb langfristiger öffentlicher Wertpapiere durch die Notenbank. Ende Mai 1983 machte der Bestand staatlicher Wertpapiere rd. 38 vH des Banknotenumlaufs aus. Der größere Teil des Notenumlaufs stützt sich also auf andere Aktiva der Zentralbank.

Häufig wird die dienende Rolle der Bank of England für das Finanzministerium in der Offenmarktpolitik als Instrument der Staatsfinanzierung gesehen. Der Bestand an Forderungen der Bank of England gegenüber öffentlichen Haushalten bestätigt diese Sichtweise aber nicht unbedingt. So betrug Ende 1982 die Relation aus Staatsschuldtiteln bei der Bank of England und Zentralbankgeldmenge 51 vH. Im Vergleich zur Bundesrepublik ist das viel, im Vergleich zu anderen Ländern, etwa den USA, ist das wenig. Man sieht: Allein die Möglichkeit der Nutzung der Zentralbank zur Gewährung von Staatskrediten wie das in Großbritannien gegeben ist, muss nicht zu einem inflationären Missbrauch führen. Die Ablehnung jeder längerfristigen Finanzierung wichtiger öffentlicher Ausgaben durch Notenbankkredit zeugt von einem tiefen Misstrauen gegenüber der ökonomischen Einsicht von Regierungen.

### 3.4 *Japan und Schweiz*

Japan und die Schweiz unterscheiden sich diametral im Hinblick auf die Einschaltung der Zentralbank zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben. Finanzierungskontingente sind in Japan auf Kassenkredite begrenzt. Andererseits gibt es im Zentralbank-Gesetz Japans auch keine Begrenzung für Staatskredite. Langfristige Direktkredite der Zentralbank an den Staat sind jedoch seit 1947 durch andere gesetzliche Regelungen ausgeschlossen. Dennoch übernimmt die Zentralbank Japans eine bedeutende Aufgabe bei der Zuführung von Mitteln zum Staatshaushalt. Das geschieht durch indirekte Kreditgewährung in Form der Übernahme von Staatsschuldtiteln im Offenmarktgeschäft der Zentralbank. In dieser Höhe werden verzinsliche Staatsschuldtitel über die, auch in Japan geltenden, Gewinnabführungsvorschriften an den öffentlichen Haushalt faktisch zinslos. Im September 1981 übertraf der Bestand an Staatsschuldtiteln bei der japanischen Zentralbank die Zentralbankgeldmenge um 5 vH. Zum im Mai 1984 geltenden Wechselkurs des Yen gegenüber der D-Mark heißt das, dass die japanische Zentralbank dem öffentlichen Haushalt im Gegenwert von 157 Mrd. DM Kredite bereitgestellt hatte.

Ganz anders als in Japan stellen sich die Regelungen bezüglich der Einschaltung der Zentralbank für die Finanzierung öffentlicher Ausgaben in der Schweiz dar. Dort besteht keinerlei Anspruch irgendwelcher Art auf Notenbankkredite für öffentliche Haushalte. Die Gewährung von Buchkrediten an öffentliche Stellen ist der Schweizerischen Nationalbank sogar ausdrücklich untersagt. Mehr noch: Der Notenbankgewinn von rd. 2 Mrd. Schweizer Franken aus dem Jahr 1983 wurde - wie schon im Vorjahr - nicht an den öffentlichen Haushalt ausgeschüttet, sondern er wurde den Rückstellungen für mögliche künftige Verluste aus einer Minderbewertung der Währungsreserven zugewiesen. Die indirekte Staatsfinanzierung durch Erwerb staatlicher Wertpapiere im Offenmarktgeschäft der Zentralbank ist in der Schweiz ohne jede quantitative Bedeutung: Die Schweizerische Nationalbank erwirbt kaum staatliche Wertpapiere.

### 3.5 *Zusammenfassung*

Werden diese Regelungen und die Praxis der Staatsfinanzierung durch Notenbankkredit verglichen, so zeigen sich markante Unterschiede. Diametral entgegengesetzt sind die diesbezüglichen Regelungen in der Schweiz und in Japan. Die gesamtwirtschaftliche Entwick-

lung in beiden Ländern weist die Schweiz nicht unbedingt als Vorbild aus. Nicht zuletzt die Staatsnachfrage wird von vielen Analytikern als eine Ursache für die raschere konjunkturelle Erholung und für die günstigen langfristigen Wachstumsperspektiven der japanischen Volkswirtschaft erachtet. Die Notenbankfinanzierung von Staatsausgaben hat hierzu wohl ihren Beitrag geleistet, obgleich er nicht zu quantifizieren ist.

Zwischen diesen Eckpunkten, markiert von Japan und der Schweiz, sind die derzeitigen Regelungen in Deutschland einzuordnen. In beiden Richtungen besteht Bewegungsspielraum. Ökonomische Argumente weisen hin auf sowohl geldpolitische als auch finanzpolitische Vorteile einer größeren Beteiligung der Notenbank an der Finanzierung von Staatsausgaben. Hierbei sind verschiedene Wege möglich. Sie reichen von der Gewährung von Direktkrediten der Notenbank über indirekte Kreditgewährung im Zuge verstärkter Käufe von Wertpapieren der öffentlichen Hand bis hin zu »kleineren« Lösungen, etwa der Einrichtung neuer Finanzierungskontingente für öffentliche Haushalte, die dauerhaft zu nutzen sind.

#### 4. *Sonderfinanzierungskontingente der Deutschen Bundesbank*

##### 4.1 *Vorbemerkung*

Die Deutsche Bundesbank praktiziert verschiedene direkte und mittelbare Finanzierungshilfen, die nicht allein geldpolitisch zu begründen sind. Bei dem Bericht über diese Sonderfinanzierungsmöglichkeiten wird eine Beschränkung vorgenommen auf derartige Finanzierungen mit nationaler Zielsetzung. Im Einzelnen nicht erläutert werden bestehende Formen der unmittelbaren direkten und indirekten Finanzierung öffentlicher Haushalte durch die Deutsche Bundesbank. Hierbei sind zu nennen:

- Münzgewinne (1981: 455 Mio. DM)
- Kassenkreditplafonds des Bundes und der Länder (rd. 9 Mrd. DM)
- Wertpapierbestand bei der Deutschen Bundesbank (Ende 1983: rd. 7,8 Mrd. DM)
- Lombardkredite der Deutschen Bundesbank (Durchschnitt der 48 Bankstichtage des Jahres 1983: 5,8 Mrd. DM)

Auch die nun zu nennenden Sonderfinanzierungskontingente bei der Deutschen Bundesbank, die weder vom Bund noch von den Ländern in Anspruch genommen werden können, entlasten die öffentliche Hand, zumindest mittelbar. Diese Entlastung geschieht dadurch, dass bei Fortfall dieser Finanzierungshilfen der Bundesbank zusätzliche Anforderungen auf den Bund zukämen. Folglich handelt es sich hierbei letztlich um Finanzierungshilfen zugunsten der öffentlichen Hand.

#### 4.2 Sonderfinanzierungskontingente im Einzelnen

Wie dem Bund und den Ländern gewährt die Bundesbank auch den Sondervermögen des Bundes bis zu Höchstgrenzen Buch- und Schatzwechselkredite. Die Laufzeit ist auf längstens drei Monate begrenzt. Bekannt ist aber, dass derartige Kassenkredite zumindest von einigen Bundesländern und vom Bund zunehmend als Instrument der Dauerfinanzierung Verwendung finden. Zu den Sonderfinanzierungskontingenten im Einzelnen vgl. Tabelle 9.

Tabelle 9: Sonderfinanzierungskontingente der Deutschen Bundesbank (Ende 1983)

Art	Umfang des Plafonds (in Mio.DM)	Zinssatz	Zweck
Kassenkreditplafonds für Sondervermögen des Bundes			Kurzfristiger Ausgleich von Kassenfehlbeträgen
- Bundesbahn	600	Diskontsatz	
- Bundespost	400	Diskontsatz	
- Lastenausgleichsfonds	200	Diskontsatz	
- ERP-Sondervermögen	50	Diskontsatz	
Swing	770	-	Finanzierung von Überschüssen im Leistungsverkehr mit der DDR
Refinanzierungskontingente der KfW (neben ERP-Kont.)			
- „Plafond 1“	500	Diskontsatz	Strukturpolitik; Mittelstandsförderung
- „Plafond 2“	900	Diskontsatz	Exportfinanzierung
AKA-Plafond B	5000	Diskontsatz	Exportförderung
Gefi-Plafond II	300	Diskontsatz	Finanzierung von Lieferungen an die DDR
Privatdiskont AG-Plafond	4000	Privatdiskontsatz	Exportförderung: Begünstigung von Privatbankiers und kleineren Regionalbanken
Refinanzierungskontingent der Einfuhr- und Vorratsstellen	nicht genannt	Diskontsatz	Erntefinanzierung
Zusatzkontingente für Kreditinstitute mit Schwerpunkt bei der Außenhandelsfinanzierung	nicht genannt	Diskontsatz	Exportfinanzierung

Quelle: Deutsche Bundesbank; Geschäftsbericht der KfW für das Jahr 1982; vwd-Europa vors 3.5. 1984



Ferner ist der Swing als Sonderfinanzierung durch die Bundesbank zu nennen. Hierbei handelt es sich um eine Kreditvereinbarung zwischen Bundesbank und Bundesregierung, wobei der Kredit bis zu einer festgelegten Höchstgrenze von der DDR in Anspruch genommen wird. Die Grenzen des Plafonds wurden mehrfach geändert. Für 1984 wurde der Plafond auf 690 Mio. DM herabgesetzt. Beim Swing handelt es sich um einen zinslosen Kredit, der einzige zinslose Kredit, den die Bundesbank überhaupt gewährt.

Die Kreditanstalt für Wiederaufbau verfügt über drei Sonderkreditlinien bei der Bundesbank. Zum ersten verwaltet die KfW das ERP-Sondervermögen. Sie kann deshalb auf den Kassenkreditplafond des ERP-Sondervermögens in Höhe von 50 Mio. DM zurückgreifen. Zweitens kann das Institut über einen zur Mittelstandsförderung eingerichteten Plafond von 500 Mio. DM verfügen. Drittens besteht seit einiger Zeit ein zusätzlicher Plafond für die Exportfinanzierung. Im Geschäftsbericht der KfW für das Jahr 1982 wird dieser Plafond mit 600 Mio. DM angegeben. Er wurde inzwischen auf 900 Mio. DM angehoben. Anzumerken ist, dass die Bundesbank bislang über diesen Plafond nicht berichtet hat.

Zur Förderung des Exports besteht eine Reihe weiterer Refinanzierungskontingente bei der Deutschen Bundesbank. Dabei handelt es sich zunächst um den Plafond B der Ausfuhrkredit-Gesellschaft mbH in Höhe von 5 Mrd. DM. Dieses Institut gewährt auf der Basis von Solawechseln Kredite an Exporteure. Diese Wechsel können dann bei der Bundesbank refinanziert werden.

Sodann ist der Plafond II der Gesellschaft zur Finanzierung von Industrieanlagen mbH in Höhe von 300 Mio. DM zu nennen. Dieses Institut gewährt Kredite zur Finanzierung von Liefergeschäften an die DDR.

Ferner hat die Bundesbank der Privatdiskont-AG ein besonderes Refinanzierungskontingent in Höhe von 4 Mrd. DM eingerichtet. Dieser Kreditrahmen ist in erster Linie zur Zinsbegünstigung von Kreditgeschäften im Zusammenhang mit Exporten in Entwicklungsländer bestimmt. Darüber hinaus verfolgt die Bundesbank mit diesem Plafond selektive Wirkungen der Geldpolitik. Sie hat anlässlich von Aufstockungen dieses Plafonds in der Vergangenheit mehrfach darauf hingewiesen, dass vor allem Bankakzepte von Privatbanken und kleinerer Regionalbanken von der Privatdiskont-AG als zwischengeschaltetes Refinanzierungsinstitut bei der Bundesbank refinanziert werden können.

Schließlich war von der Bundesbank zu erfahren, dass einige kleinere Zusatzkontingente für Kreditinstitute mit dem Geschäftsschwerpunkt bei der Außenhandelsfinanzierung bestehen.

Der Umfang dieser Kontingente blieb ungenannt.

Neben diesen Finanzierungskontingenten mit dem Schwerpunkt bei der Zinsbegünstigung von Krediten im Zusammenhang mit der Exportfinanzierung bestand zumindest bis 1983 ein Kontingent der Einfuhr- und Vorratsstellen. Dieses Kontingent diente der Erntefinanzierung. Die Bundesbank hat über dieses Kontingent niemals berichtet. Zwar war bekannt, dass die Bundesbank im Diskontgeschäft Vorratsstellenwechsel ankauft, unbekannt war jedoch, dass hierfür ein besonderes Kontingent eingerichtet worden war. Das Volumen dieses Kontingents ist nicht bekannt. Dem Vernehmen nach soll 1984 dieses Kontingent nicht mehr gewährt werden.

### 3.6 *Eine Schlussfolgerung im Hinblick auf eine »kleinere« Lösung*

Die Bundesbank gewährt derzeit allein der DDR einen zinslosen Kredit. Darüber hinaus stellt die Bundesbank in erheblichem Umfang zinsgünstige Kredite zur Förderung des Exports, des Mittelstandes und der Landwirtschaft bereit. Zusammengenommen machen diese Finanzierungszusagen der Bundesbank - soweit sie ermittelt werden konnten - rd. 12 Mrd. DM aus. Anzumerken ist, dass bei schlagartiger Inanspruchnahme dieser Kontingente oder bei einer Rückführung ihrer Inanspruchnahme die Zentralbankgeldversorgung erheblichen Schwankungen ausgesetzt ist.

Bemerkenswert ist ferner, dass die indirekte Finanzierung von Staatsausgaben durch Gewährung von Lombardkrediten und durch kurzzeitige Übernahme von Wertpapieren im Pensionsgeschäft zu Zinssätzen geschieht, die höher sind als die Zinssätze der genannten Sonderfinanzierungskontingente. Es ist nicht einsichtig, dass die Bundesbank der Landwirtschaft, Exporteuren, dem Mittelstand und der DDR Mittel zu Konditionen bereitstellt, die günstiger sind als bei einer indirekten Kreditgewährung an öffentliche Haushalte.

Das führt zu einem Hinweis auf eine Interimslösung für die drängendsten Probleme der Finanzierung öffentlicher Investitionen. Seit 1981 wird heftig über eine Verstetigung der Gewinnabführung der Bundesbank an den Bundeshaushalt diskutiert. Zugleich wecken die hohen Bundesbankgewinne Begierden der Länder. Zudem ist es vielen unverständlich, dass die außerordentlich hohen Gewinne der Bundesbank gleichsam als »ordentliche« Einnahmen dem Bundeshaushalt einverleibt und daraus »normale« Ausgaben finanziert werden. Eine Verstetigung der Mittelbereitstellung der Bundesbank an den öffentlichen Gesamthaushalt, ein Zugriff auch der Bundesländer auf diese Mittel und die Zweckbindung dieser

Mittel für die Finanzierung besonders wichtiger Ausgaben könnte durch die Schaffung eines neuen Sondervermögens des Bundes und der Länder erreicht werden. Dieses Sondervermögen könnte heißen: »Zukunftsinvestitionen« An diesen Fond könnten einmal die Bundesbankgewinne abgeführt werden. Unterschreiten die Bundesbankgewinne die angestrebte Ausweitung der Zentralbankgeldmenge, so könnte die Mittelüberweisung der Bundesbank durch einen zinslosen und tilgungsfreien Kredit der Bundesbank an das Sondervermögen aufgestockt werden. Dieses Sondervermögen könnte Bund und Ländern bereitstehen. Daraus begebene Kredite sollten zweckgebunden sein; sie sollten der Zukunftsvorsorge dienen. Nicht erforderlich wäre es, diese Mittel zinslos bereitzustellen. Das neue Sondervermögen könnte seinen Zweck auch bei einer zinsbegünstigten Kreditgewährung erfüllen, wobei der Zinssatz sich am Diskontsatz orientieren könnte. Diese Sonderkonditionen für die Finanzierung von Zukunftsinvestitionen der Gebietskörperschaften könnten einen Anreiz bilden, dass die Anspruchsberechtigten in einen Wettbewerb eintreten um diese Mittel. Die Auslese der zu finanzierenden Investitionsprojekte würde hierbei nicht durch den Zinssatz vorgenommen, sondern durch bessere ökonomische Argumente, d.h. durch das Belegen größerer sozialer Nutzen von Investitionsprojekten.

# Anhang

## 1. Erläuterungen zu Tabelle 6

B: Zentralbankgeldmenge;  $B_{1982} = 173,5$  Mrd. DM

$w_B$ : Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge;  $w_B = 0,06$

i: Zinssatz für Refinanzierungskredite der Bundesbank an Geschäftsbanken und am Kapitalmarkt;  $i = 0,06$

Spalte (1):  $B_t = B_{1982} (1 + w_B)^t$

Spalte (2):  $\Delta B_t = B_{1982} \cdot w_B (1 + w_B)^{t-1}$

Spalte (3):  $\sum \Delta B_t = B_{1982} \cdot ((1 + w_B)^t - 1)$

Spalte (4):  $Z_t = B_{1982} ((1 + w_B)^t - 1) \cdot i$

$$\sum Z_t = B_{1982} \cdot i \cdot \frac{1 - (1+w)^{t+1}}{-w} - (t + 1)$$

Spalte (5): dient zur Verdeutlichung des Entlastungseffekts; entspricht Spalte (2)

Spalte (6): entspricht Spalte (4)

## 2. Bestimmung des Entlastungszeitraums (Tabelle 7)

Eine dauerhafte Ausweitung des Dispositionsspielraums öffentlicher Haushalte durch Ersetzung zusätzlicher Refinanzierungskredite der Geschäftsbanken durch zinslosen und tilgungsfreien Staatskredit setzt voraus:

$$w_B > \frac{i}{1 + i}$$

Dagegen verliert die öffentliche Hand auf Dauer Einnahmen, wenn gilt:

$$w_B < \frac{i}{1 + i}$$

Ist die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge dauerhaft geringer als der Zinssatz für die Refinanzierung der Geschäftsbanken bei der Bundesbank, so wird der anfänglich höhere Dispositionsspielraum der öffentlichen Hand bei Umstellung der Zentralbankgeldversorgung von der Refinanzierungskomponente auf zinslosen Notenbankkredit an den Staat nach 6 Jahren gemäß folgender Gleichung kompensiert:

$$t = 1 + \frac{\ln\left(\frac{-i}{w_B - i(1 + w_B)}\right)}{\ln(1 + w_B)}$$

# Literaturhinweise

## 1. *Übersichten und Bewertungen*

Socher, K., Smekal, C. (Hrsg.), Staatsfinanzierung und Notenbank, Referate und Diskussionszusammenfassungen des Symposiums am 4.15. April 1984 in Innsbruck/Igls, Österreichisches Forschungsinstitut für Sparkassenwesen, Dr. Stigleitner-Schriftenreihe, Band 24, Wien 1984. Besonders informativ über Staatsfinanzierung durch die Notenbank in Deutschland sind die folgenden Beiträge dieses Bandes:

Caesar, R., Staatsfinanzierung durch die Notenbank — Pro und Contra, S. 49ff.

Dickenmann, D., Staatsfinanzierung und Notenbank aus finanzwirtschaftlicher Sicht, S. 117ff.

Ehrlicher, W., Entwicklung der Staatsfinanzierung durch die Notenbank in Deutschland, S. 9 ff.

## 2. *Originalbeiträge*

Albers, W., Staatsverschuldung und Geld- und Kreditpolitik, in: Finanzarchiv, N.F., Bd. 21, 1961, S. 25 ff.

Blohm, B., Die neue Geldpolitik der Deutschen Bundesbank und ihre Beziehungen zur Fiskalpolitik, München 1978, S. 137ff.

Borchert, M., Schulz, H., Zur Finanzierung staatlicher Defizite, in: Wirtschaftsdienst, H. 12/1975, S. 615 ff.

Buchanan, J.M., Wagner, R.E., Democracy in Deficit. The Political Legacy of Lord Keynes, New York/San Francisco/London 1975, S. 70ff.

Cassel, D., Wachsende Staatsverschuldung Wohltat oder Plage?, in: List-Forum, Bd. 10, 1979/40, S. 265 ff.

Dickenmann, D., Die Finanzierung von Eventualhaushalten durch Notenbankkredit. Erfahrungen aus der Rezessionsbekämpfung des Jahres 1967, Berlin 1972

Filc, W., Zins- und tilgungsfreier Notenbankkredit an den Bundeshaushalt zu Lasten geldpolitischer Effizienz?, in: WSI-Mitteilungen 14.10/1982, S. 666ff.

Hansmeyer, K-H., Der öffentliche Kredit I: Der Staat als Schuldner, 3. Aufl., Frankfurt/M. 1984, S. 112 ff.

Kath, D., Der zinslose Notenbankkredit als Finanzierungsinstrument des Staates?, in: Wirtschaftsdienst, H. 7/1983, S. 357ff.

Neumark, F., Grundsätze und Arten der Haushaltsführung und Finanzbedarfsdeckung, in: Handbuch der Finanzwissenschaft, 2. Aufl., Bd. 1, Tübingen 1950, S. 606ff.

- Nowotny, E., Wirtschaftliche Krisenerscheinungen und öffentlicher Sektor, in: Markmann, H., Simmers, DB. (Hrsg.), Krise der Wirtschaftspolitik Köln 1978, S. 215ff.
- Nowotny, E., Funktionale Finanzpolitik und öffentliche Verschuldung - Zur stabilisierungspolitischen Verknüpfung von Geld- und Fiskalpolitik, in: WSI-Mitteilungen, H. 1/1981, S. 15ff.
- Oberhauser, A., Probleme der Geldversorgung einer wachsenden Wirtschaft, in: Finanzarchiv, N.F., Bd.25, 1966, S. 398ff.
- Pahlke, J., Steuerbedarf und Geldpolitik in der wachsenden Wirtschaft. Geldschöpfung als Mutter der Staatsfinanzierung, Berlin 1970.
- Pahlke, J., Staatliche Geldschöpfung als Einnahmequelle, in: Handbuch der Finanzwissenschaft, 3. Aufl., 3. Bd., Tübingen 1981, S. 117ff.
- Pedersen, J., Einige Probleme der Finanzwirtschaft, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 45. Bd., 1937, S. 46 ff.
- Rump, B., Finanzierungsrestj00 bei öffentlicher Verschuldung zum Zwecke der Durchführung von Beschäftigungsprogrammen, in: Buttler, F., Kühl, J., Rahmann, B. (Hrsg.), Staat und Beschäftigung, Angebots- und Nachfragepolitik in Theorie und Praxis, Beiträge zur Arbeitsmarkt- und Berufsforschung, Band 88, Nürnberg 1985, S. 383ff.
- Teusch, F., Zinslose Staatsverschuldung?, in: Simmers, DB., Wagner, K-D. (Hrsg.), Staatsverschuldung kontrovers, Bonn 1981, S. 358ff.
- Thoss, R., Notwendigkeiten und Möglichkeiten steigender Staatsverschuldung, in: Schäfer, C., Tofaute, H. (Hrsg.), Beschäftigungssichernde Finanzpolitik. Eine Chance für Vollbeschäftigung, Frankfurt/New York 1980, S. 19ff.
- Tobin, J., Grundsätze der Geld- und Staatsschuldenpolitik, Baden-Baden 1978, S. 71 ff. Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen, Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, Bonn 1979, S. 124ff.





# Stellungnahme gegen den Vorschlag, öffentliche Investitionen mit zins- und tilgungsfreien Notenbankkrediten zu finanzieren

von *Armin Gutowski, Hans-Hagen Hänel, Karl Schiller*

Vorbemerkung	91
I. Präzisierung des Vorschlags und Problemstellung	92
II. Der verteilbare Ertrag aus der Geldschöpfung und die Möglichkeiten seiner Verwendung	93
A. Die Quellen des verteilbaren Ertrags aus der Emission von Notenbankgeld	93
B. Verteilung und Verwendung des Ertrags aus dem Notenbankmonopol	94
1. Ausschüttung an Private oder an den Fiskus	94
2. Einbehaltung durch die Notenbank	95
a) Verwendung zum Erwerb von unverzinslichem Vermögen	95
b) Bildung von verzinslichem Vermögen	95
3. Niederschlag unterschiedlicher Verteilungs- und Verwendungsmodalitäten in der Bilanz der Notenbank	96
III. Geldpolitisch bedingte Restriktionen für die Verteilung und Verwendung des Emissionserlöses	96
A. Grenzen der Geldschöpfung	97
B. Grenzen der Ausschüttung	98
C. Grenzen für eine Gewinnmaximierungsstrategie der Notenbank	99
D. Grenzen für die Ausschüttung durch Bewertungsvorschriften	

	100
IV. Ausschüttung des Emissionserlöses (bzw. zinslose Notenbankkredite) versus Ausschüttung der Zinserträge	101
A. Referenzsystem: Keine Verschuldung der öffentlichen Hand an den Finanzmärkten	101
B. Referenzsystem: Kompensatorische Verschuldung des Staates an den Finanzmärkten	102
C. Kriterien für die Entscheidung	104
1. Zweckbindung der Investitionen	104
2. Beteiligung von Ländern und Kommunen am Bundesbankgewinn	105
3. Praktikabilität	105
4. Gesamtwirtschaftliche Wirkungen	106
5. Geldpolitische und finanzpolitische Autonomie	108
D. Bisherige Entwicklung von Geldschöpfung und Gewinnausschüttung	109
V. Resümee	112
Anhang: Gegenargumente zu den Thesen von W. Filc	114
1. Gegenstand der Kontroverse	114
2. Kritik an der Beweisführung	116
3. Detailkritik am ersten Thesenpapier von W. Filc	120
Literaturverzeichnis	124

### *Vorbemerkung*

Der Senat der Freien und Hansestadt Hamburg hat in seiner Regierungserklärung vom 23. 2. 83 angeregt, dringliche öffentliche Investitionen, für die die Länder und Kommunen wegen der hohen Zinsbelastung und der Beanspruchung durch andere Aufgaben nicht die Mittel aufbringen können, durch Notenbankkredite mit günstigen Zins- und Tilgungskonditionen zu finanzieren. Grundlage dieses Vorstoßes dürften Ausführungen von Wissenschaftlern gewesen sein, die zu dem Ergebnis kamen, die Deutsche Bundesbank sollte in Zukunft Zentralbankgeld nicht mehr wie bisher durch den Ankauf von Devisen oder durch die Gewährung von Refinanzierungskrediten an die Banken, sondern in erster Linie durch Gewährung von Zins- und tilgungsfreien Krediten an den Staat schaffen. Aus diesen Ausführungen konnte der fachlich nicht vorgebildete Leser den Eindruck gewinnen, als könnte sich der Staat auf diese Weise Mittel verschaffen, ohne dass künftige Haushalte dadurch belastet werden.

Die folgende Stellungnahme begründet den Standpunkt, dass der Staat durch zinslose Notenbankkredite nicht entlastet würde, weil er die Einsparung von Zinszahlungen für die aufgenommenen Kredite mit einem Verzicht auf Bundesbankgewinne erkaufen müsste. Umso mehr fallen die Nachteile zins- und tilgungsfreier Kredite an den Staat ins Gewicht, auf die in der Stellungnahme ebenfalls ausführlich eingegangen wird.

Hamburg, im Juni 1985.

## I. *Präzisierung des Vorschlags und Problemstellung*

Der Vorschlag, öffentliche Investitionen mit Zins- und tilgungsfreien Krediten der Notenbank zu finanzieren, muss - so formuliert - zu Missverständnissen führen. »Ewige« und zinslose Kredite an die öffentliche Hand sind allenfalls im formalen Sinne Kredite, de facto stellen sie definitive Einnahmen des Staates dar. Der Vorschlag läuft demnach darauf hinaus, öffentliche Aufgaben mit der Notenpresse zu finanzieren. Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass dieser Vorschlag Misstrauen hervorruft, das auch durch die Versicherung nicht beseitigt wird, dass die Stabilitätspolitik der Bundesbank dadurch nicht beeinträchtigt werden solle. Man wird dieses Misstrauen angesichts der Erfahrungen in der Vergangenheit nie voll ausräumen können, doch lässt es sich begrenzen, wenn man die geldpolitische Autonomie nicht als vage Nebenbedingung formuliert, sondern sie als Ausgangspunkt setzt und dahin gehend präzisiert, dass der Vorschlag nicht zum Inhalt hat, dass mehr Notenbankgeld geschaffen wird als von der Bundesbank ohnehin geplant ist. Beabsichtigt ist lediglich, dass dann, wenn die Bundesbank eine Expansion der Zentralbankgeldmenge für notwendig hält, das zusätzliche Notenbankgeld nicht wie bisher über die Gewährung von Refinanzierungskrediten an die Banken oder über den Ankauf von Devisen in Umlauf gebracht wird, sondern dadurch, dass es an den Fiskus überwiesen und für öffentliche Investitionen ausgegeben wird.

Bei der folgenden Diskussion dieses Vorschlags soll zunächst nicht in Frage gestellt werden, ob mehr öffentliche Investitionen aus konjunktur- oder wachstumspolitischen Gründen oder zur Befriedigung eines drängenden Kollektivbedarfs überhaupt notwendig sind. Dies für gegeben genommen sind folgende Punkte zu klären:

- Besitzt Notenbankgeld die gleiche Qualität wie Einnahmen aus Steuern, Gebühren oder Gewinnabführungen öffentlicher Unternehmen, so dass man es ebenso unbedenklich wie diese zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben verwenden kann? (Abschnitt II)
- Steht der Wunsch des Fiskus nach Beteiligung an der Geldschöpfung in Konflikt mit der Wahrnehmung der geldpolitischen Aufgaben durch die Notenbank? (Abschnitt III)
- Bringt die Überweisung des neu geschaffenen Zentralbankgelds dem Fiskus überhaupt eine Entlastung, wenn man berücksichtigt, dass dem Fiskus zugleich Einnahmehäufungen entstehen, weil die Notenbank bei alternativen Methoden der Zentralbankgeld-

schaffung Zinseinnahmen hätte, die sie als Gewinn an den Fiskus ausschütten würde? Wenn ja, gibt es Alternativen, die diese Entlastung mit geringeren Nachteilen erbringen? (Abschnitt IV)

## II. *Der verteilbare Ertrag aus der Geldschöpfung und die Möglichkeiten seiner Verwendung*

### A. *Die Quelle des verteilbaren Ertrages aus der Emission von Notenbankgeld*

Das von der Notenbank geschaffene Geld, das synonym als Zentralbankgeld oder Notenbankgeld bezeichnet wird, wird von privaten Haushalten, Unternehmen und Kreditinstituten nachgefragt und in zwei Formen gehalten, nämlich als Bargeld oder als Guthaben auf einem Konto bei der Notenbank. Die zweite Form ist praktisch nur für Kreditinstitute bedeutsam, die mit Einlagen auf dem Konto der Bundesbank ihre Mindestreservepflicht erfüllen. Normalerweise muss sich jemand, der mit Geld Güter kaufen, es gegen Zinsen ausleihen oder es zinslos als Liquiditätsreserve für unvorhergesehene Zahlungsverpflichtungen verfügbar halten will, dieses Geld zuvor durch Arbeit, durch Verkauf von Gütern oder Vermögen oder durch Kredit beschaffen. Er erhält es also nicht kostenlos. Dies gilt jedoch nicht für den, der das Geld emittiert, also zum ersten Mal in Umlauf bringt. Er hat nur die Emissionskosten zu tragen und erhält im Übrigen die Güter, die er mit dem Geld kauft, oder die Vermögenstitel, in die er das Geld anlegt, umsonst. Solange Geld knapp ist und von Unternehmen und Haushalten nachgefragt wird, erzielt die Notenbank als Inhaber des Emissionsmonopols für Notenbankgeld einen Monopolgewinn in genau der gleichen Weise wie etwa die Mitglieder der Ölkartells. Dieser Gewinn, im folgenden Emissionserlös der Notenbank genannt, besteht aus dem Betrag des zusätzlich geschaffenen Notenbankgeldes abzüglich der Emissionskosten. Als Emissionskosten sind dabei nicht nur die Aufwendungen für den Notendruck, sondern auch die Verwaltungsaufwendungen der Notenbank anzusehen (beides zusammen betrug im Jahr 1984 rd. 1,5 Mrd. DM).

Dieser Emissionserlös entsteht freilich nur einmal bei der ersten Emission des Notenbankgeldes. Da aber der Bedarf von privaten Haushalten, Unternehmen und Kreditinstituten an Zentralbankgeld in einer wachsenden Wirtschaft, in der die Realeinkommen nicht durch Preissenkungen bei konstanten Nominallohnen, sondern durch Steigerung der Nominaleinkommen erhöht werden, zunimmt, entsteht durch die Schaffung von zusätzlichen Zentralbankgeld eine ständige Einkommensquelle. Im Jahre 1984 wurde die Zentral

bankgeldmenge um 7,5 Mrd. DM aufgestockt; abzüglich der Emissionskosten fiel ein Emissionserlös in Höhe von 6 Mrd. DM an.<sup>1</sup>

## B. *Verteilung und Verwendung des Ertrags aus dem Notenbankmonopol*

Der Ertrag aus dem Notenbankmonopol kann konsumtiv oder investiv, für den Kauf privater oder öffentlicher Güter verwendet werden. Wie dieser Ertrag verwendet wird, hängt zunächst davon ab, wer ihn erhält. Die Nutznießer des Notenbankmonopols sind, wie aus den vorangegangenen Ausführungen hervorgeht, nicht identisch mit denen, die Notenbankgeld als Liquiditätsreserve halten, da sie es in der Regel nicht umsonst, sondern durch Gegenleistung erworben haben. Nutznießer des Notenbankmonopols ist vielmehr derjenige, der über den Emissionserlös bei der Erstaussgabe des Notenbankgeldes verfügen kann, ohne eine Gegenleistung erbringen zu müssen.

### 1. *Ausschüttung an Private oder an den Fiskus*

Wer der Nutznießer ist, ist eine Verteilungsfrage, die nicht durch wissenschaftliche Analyse, sondern durch politische Entscheidung zu beantworten ist. Denkbar wäre es, dass man den Emissionserlös des neu geschaffenen Notenbankgeldes einfach den Bürgern unentgeltlich überlässt, wie dies bei der Währungsreform 1948 hinsichtlich der Erstaussattung mit D-Mark geschah. Die Bürger würden die Ausschüttung, wie auch ihr übriges Einkommen, zum Teil konsumieren und zum Teil sparen und investieren.

Das Notenbankgesetz kann aber auch vorsehen, dass der Emissionserlös dem Staat zufließt, der ihn zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben, zur Minderung der Abgabenlast oder zur Senkung der marktmäßigen Kreditaufnahme nutzen kann. Eine solche Regelung besteht z.B. für den Gewinn aus der Prägung von Scheidemünzen, der dem Bund als Einnahme zufließt. Auf eine vergleichbare Lösung läuft der hier zu diskutierende Vorschlag hinaus,

1 Zentralbankgeldmenge in der Abgrenzung des Sachverständigenrats. In der Abgrenzung der Bundesbank, in der die Guthaben der Kreditinstitute bei der Bundesbank eliminiert sind, die für die Erfüllung der Mindestreserven auf Einlagen von Ausländern gehalten werden, betrug der Zuwachs 7,1 Mrd. DM. Die von der Bundesbank publizierte Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen stieg um 8,6 Mrd. DM, doch ist dies ein fiktiver Betrag, da diese Größe unter der Annahme berechnet wird, die Banken hätten nicht Guthaben bei der Bundesbank in Höhe der tatsächlichen Mindestreservesätze halten müssen, sondern in Höhe der sehr viel höheren Sätze des Jahres 1974.

allerdings mit der Einschränkung, dass eine Zweckbindung für bestimmte öffentliche Investitionen vorgesehen ist.

## 2. *Einbehaltung durch die Notenbank*

### a) *Verwendung zum Erwerb von unverzinslichem Vermögen*

Die Verteilung des Ertrags aus dem Notenbankmonopol im Wege der Ausschüttung des Emissionserlöses an Private oder an den Staat ist die Ausnahme. Ein Teil des umlaufenden Notenbankgeldes ist vor langer Zeit dadurch geschaffen worden, dass die Notenbank Gold angekauft hat. Bei dieser Prozedur behält die Notenbank den Emissionserlös aus der Schaffung von Notenbankgeld ein und legt ihn in Vermögen an - allerdings in unverzinslichem. Um eine unverzinsliche Vermögensanlage handelt es sich auch bei dem immer wieder diskutierten, aber nicht realisierten Vorschlag, Notenbankgeld sollte für die Bildung einer nationalen Rohstoffreserve ausgegeben werden.

### b) *Bildung von verzinslichem Vermögen*

Heute wird Notenbankgeld in der Regel dadurch geschaffen, dass die Notenbank verzinsliche Kredite an Banken oder an öffentliche Stellen vergibt, dass sie verzinsliche Aktiva (meist Staatstitel) erwirbt oder dass sie Devisen ankauft und sie in verzinsliche Fremdwährungstitel (US-Anleihen oder Sonderziehungsrechte) anlegt. In diesem Fall behält die Notenbank ebenfalls den Emissionserlös ein, legt ihn aber in verzinslichem Vermögen an. Durch die Zinseinnahmen erzielt die Notenbank in der Folgezeit Gewinne, über deren Verteilung und Verwendung in gleicher Weise politisch entschieden werden muss, wie über die Verteilung des Emissionserlöses. Das Notenbankgesetz kann vorsehen, dass dieser Gewinn an die Aktionäre der Notenbank oder an den Fiskus ausgeschüttet wird oder dass er in der Notenbank verbleibt und Vermögenswirksam angelegt wird. Bei Einbehaltung und Wiederanlage der Gewinne verfügt die Notenbank über mehr Vermögen als sie zur Deckung des umlaufenden Notenbankgeldes benötigt. Der einbehaltene Gewinn stellt Eigenkapital der Notenbank dar, das aber letztlich dem Staat als Eigentümer gehört.

### 3. *Niederschlag unterschiedlicher Verteilungs- und Verwendungsmodalitäten in der Bilanz der Notenbank*

Notenbankgeld ist de jure eine Verbindlichkeit der Notenbank gegenüber den Besitzern von Bargeld oder gegenüber den Einlegern und wird auf der Passivseite der Notenbank verbucht. Daneben können noch andere Verbindlichkeiten vorhanden sein, z.B. aus verzinlichen Schuldverschreibungen der Notenbank, die etwa zur Abschöpfung von Zentralbankgeld ausgegeben wurden. Anders als diese Verbindlichkeiten braucht das Notenbankgeld nicht verzinst zu werden, und anders als die Sichtverbindlichkeiten der Geschäftsbanken braucht es auch nicht in Liquidität höheren Grades eingelöst zu werden, etwa in Gold oder Devisen. Notenbankgeld steht deshalb als Verbindlichkeit nur auf dem Papier. Die Gegenposition zu dieser »Verbindlichkeit« auf der Aktivseite besteht im Falle der Ausschüttung des Emissionserlöses an die Privaten oder an den Staat in einer Forderung an die Eigentümer der Notenbank, also in negativem Eigenkapital. Diese Forderung ist nicht nur in Höhe des ausgeschütteten Emissionserlöses einzustellen, sondern auch in Höhe des Notenbankgeldes, das die Notenbank zur Bezahlung der Emissionskosten ausgegeben hat. Da diese Forderung ebenfalls zinslos ist und nicht eingefordert wird, ist sie ebenso wie die Verbindlichkeit ökonomisch gesehen nicht existent. Sowohl die Forderung wie auch die Verbindlichkeit sind Non-valeurs.

Behält die Notenbank den Emissionserlös ein und legt ihn in unverzinslichem oder verzinlichem Vermögen an, so steht auf der Aktivseite nicht ein Non-valeur, sondern ein wertvoller Vermögensgegenstand. Da die Verbindlichkeiten weiterhin Non-valeurs sind, hat die Notenbank ökonomisch gesehen Eigenkapital gebildet. Werden auch Gewinne aus Zinseinnahmen einbehalten, so erhöht sich dieses Eigenkapital. Es kann zunächst zur Ablösung von Non-valeurs auf der Aktivseite verwendet werden. Erst wenn alle Non-valeurs auf der Aktivseite abgelöst sind, erscheinen die einbehaltenen Gewinne auf der Passivseite als Eigenkapital.

### III. *Geldpolitisch bedingte Restriktionen für die Verteilung und Verwendung des Emissionserlöses*

Rein fiskalisch gedacht hat der Staat ein Interesse an einer möglichst großzügigen Bemessung der Geldschöpfung und an einer vollen Ausschüttung des Emissionserlöses. Wird der Emissionserlös von der Notenbank einbehalten, dann richtet sich das Interesse des Fiskus



auf ein gewinnmaximierendes Verhalten der Notenbank und auf eine volle Ausschüttung der Gewinne. Das fiskalische Interesse hat jedoch hinter den geldpolitischen Aufgaben zurückzustehen. Die Aufgabe der Notenbank besteht hauptsächlich darin, den Geldbedarf der Wirtschaft zu befriedigen und dabei den (inneren) Wert der Währung zu sichern. Als Währungsbehörde hat sie sich auch um den äußeren Wert der Währung zu kümmern und die Abwicklung des Zahlungsverkehrs mit dem Ausland zu gewährleisten. Als Bank der Banken muss sie auf die Sicherung der Liquidität des Bankensystems und auf die Funktionsfähigkeit des Zahlungsverkehrs im Inland achten. Schließlich wirkt sie als Hausbank des Staates bei der Haushaltsfinanzierung und als geldpolitische Instanz beim Erreichen der wirtschaftspolitischen Ziele des Staates mit. Soll die Erfüllung dieser Aufgaben gewährleistet sein, so sind hinsichtlich der Bemessung der Geldmengenexpansion und hinsichtlich der Ausschüttung und Verwendung des Emissionserlöses Einschränkungen zu machen.

#### A. *Grenzen der Geldschöpfung*

Die Stabilisierung des Geldwertes erfordert auf lange Sicht eine Beschränkung der Geldschöpfung auf denjenigen Liquiditätsbedarf der Wirtschaft, der sich bei inflationsfreiem Wachstum der Produktionskapazitäten geltend macht. Allerdings ist dieser Bedarf empirisch nicht leicht festzustellen. Er ist auch nicht eindeutig, sondern geldpolitisch gestaltbar. Das wirksamste Mittel dafür ist eine obligatorische Liquiditätshaltung der privaten Haushalte, Unternehmen oder Kreditinstitute. Wird eine Pflichtreserve eingeführt oder verschärft, dann steigt der Liquiditätsbedarf und damit die notwendige Expansionsrate der Zentralbankgeldmenge; werden vorhandene Pflichtreserven gekürzt oder abgeschafft, dann sinkt der Liquiditätsbedarf, und die notwendige Expansion der Zentralbankgeldmenge nimmt ab. In der Bundesrepublik haben nur die Banken eine von der Höhe ihrer Einlagen abhängige Mindestreserve zu halten. Diese Verpflichtung soll die Zahlungsfähigkeit der Kreditinstitute sichern. Die damit verbundene Verteuerung der Refinanzierung hat ihr Gegengewicht in der Bereitschaft der Bundesbank, bei Liquiditätsschwierigkeiten des Bankensystems einzuspringen.

Häufig wird im Anschluss an Tobin dafür plädiert, die Mindestreservesätze aus fiskalischen Gründen möglichst hoch anzusetzen. Die Befürworter dieser Forderung tadeln die Bundesbank z.B. dafür, dass sie seit 1974 die Mindestreservesätze drastisch gesenkt und damit die fiskalische Ergiebigkeit der Geldschöpfung vermindert hat. Vergessen wird dabei, dass die Mindestreservesätze zuvor kräftig - und damit über das Maß hinaus, das für die Funktion

der Mindestreserve ausreichend ist - heraufgesetzt worden waren, um die spekulationsbedingten Devisenzuflüsse während der Endphase des Bretton-Woods-Systems zu neutralisieren.

Pflichtreserven bedeuten eine Besteuerung der Bankdienstleistungen und damit eine Belastung von Kreditnehmern und/oder Einlegern. Sie lösen darüber hinaus effizienzmindernde Substitutionsprozesse auf mindestreservefreie Einlagen oder auf Kreditketten außerhalb des Bankensystems aus. Dadurch lockert sich aber auch der Einfluss der Notenbank auf das Bankensystem und damit die Wirksamkeit der Geldpolitik. Dies spricht dafür, die Gestaltung der Mindestreservesätze von fiskalischen Interessen freizuhalten und sie in das Ermessen der geldpolitischen Instanzen zu stellen. Dies umso mehr, als es ein Ziel der Wirtschaftspolitik ist, die Besteuerung des Kapitalverkehrs abzubauen. Zudem hat die Heraufsetzung der Mindestreservesätze nur einen einmaligen positiven Einnahmeeffekt für den Fiskus.

#### B. *Grenzen für die Ausschüttung*

Die Wahrnehmung der geldpolitischen Aufgaben erfordert nicht nur eine Begrenzung der Expansion der Zentralbankgeldmenge, sondern setzt auch Grenzen für die Ausschüttung des neu geschaffenen Notenbankgeldes an den Fiskus. Dies leuchtet sofort für den Fall ein, dass die Regierung durch Fixierung der Wechselkurse die Notenbank zwingt, eine Aufwertung der Währung durch Ankauf von Devisen zu verhindern. Aber auch unabhängig von der zwangsweisen Ansammlung von Devisen durch Interventionen macht es die Sicherung des Zahlungsverkehrs gegenüber dem Ausland notwendig, Devisen als Liquiditätsreserven vorzuhalten.

Auch für die geldpolitische Steuerung im Inneren benötigt die Notenbank eine Manövriermasse von leicht liquidierbaren Vermögenstiteln. Denn zum einen wächst die Zentralbankgeldmenge nicht kontinuierlich, vielmehr weicht die Bundesbank von dem trendmäßigen Expansionspfad nach oben und nach unten ab, sei es aus konjunkturpolitischen Gründen, sei es, um saisonalen oder anderen Schwankungen des Liquiditätsbedarfs der Wirtschaft Rechnung zu tragen oder um den Außenwert der eigenen Währung zu beeinflussen. Eine Manövriermasse ist zum anderen auch notwendig, wenn die Notenbank zur Steuerung der Finanzmärkte Zentralbankgeld an der einen Stelle zuführen und an der anderen Stelle abschöpfen will oder wenn sie eine unfreiwillige Zentralbankgeldschöpfung z.B. durch Interventionen im EWS oder durch Inanspruchnahme des Kassenkredits seitens des Fiskus, neut-

realisieren will.

Weil also die Bundesbank gegebenenfalls auch Zentralbankgeld abschöpfen muss, kann nicht der gesamte Emissionserlös der Notenbank ausgeschüttet werden, sondern es muss ein Teil zum Ankauf von Vermögenstiteln und zur Gewährung von Krediten verwendet werden, die reibungslos wieder rückgängig gemacht werden können. Hierzu eignen sich befristete Forderungen, die automatisch auslaufen (wie etwa rediskontfähige Handelswechsel). Sicherlich wird hierzu nur ein kleiner Teil der gegenwärtig umlaufenden Zentralbankgeldmenge in Höhe von 150 Mrd. DM benötigt. Insbesondere dürfte die Geldpolitik kaum beeinträchtigt werden, wenn sich die Ausschüttung auf den künftigen Geldmengenwachstum beschränkt.<sup>2</sup>

### C. *Grenzen für eine Gewinnmaximierungsstrategie der Notenbank*

Die Notwendigkeit für die Bundesbank, Devisenreserven oder Manövriermasse zur Verfügung zu haben, schränkt nicht nur die Ausschüttung, sondern auch die Möglichkeit für gewinnmaximierendes Verhalten ein. Sofern etwa Gold als Liquiditätsreserve vorgehalten wird, weil nicht immer auf die Akzeptanz des Dollars, anderer Devisen und Devisenkörben (z.B. SZR oder ECU) als internationales Zahlungsmittel vertraut werden kann, muss sogar ganz auf Zinseinnahmen verzichtet werden. Es handelt sich bei einer unverzinslichen, aber notwendigen Liquiditätsreserve gleichwohl um gesamtwirtschaftlich nützlich Vermögen. Erst wenn mehr Gold gehalten wird als das, was man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit jemals für Liquiditätszwecke zu benötigen glaubt, wird der Ertrag des Notenbankmonopols von der Volkswirtschaft gleichsam verschenkt. Das Notenbankgeld wird dann für die Förderung, Verarbeitung und Lagerung eines Produkts ausgegeben, von dem niemand etwas hat oder jemals haben wird.

Der überwiegende Teil der Währungsreserven und der Manövriermasse wird jedoch verzinslich angelegt, allerdings in kurzfristigen Titeln und damit in der Regel zu niedrigeren Zinssätzen als jene, die am Kapitalmarkt zu erzielen sind. Dies bedeutet keine Subventionierung der Banken zu Lasten des Fiskus. Denn die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen, deren Vorzeichen sich in Phasen knapper Liquidität durchaus umkehren kann,

<sup>2</sup> Die geldpolitische Manövriermasse könnte zudem dadurch kleingehalten werden, dass die Bundesbank eine unerwünschte Zunahme der Liquidität nicht durch Verkauf von Aktiva oder durch das Nichterneuern von auslaufenden Krediten abschöpft, sondern durch die Ausgabe von Verzinslichen Schuldverschreibungen. In diesem Falle müsste freilich die Ausschüttung an den Staat um die Zinsausgaben der Notenbank gekürzt werden.

ist die Prämie, die der Markt für Fristentransformation zahlt. Wenn das Zentralbankgeld von der Notenbank aus geldpolitischen Gründen nur kurzfristig zur Verfügung gestellt wird, dann muss die Fristentransformation von den Privaten vorgenommen werden, denen dafür auch die Prämie zu überlassen ist. Von Subventionierung kann man nur sprechen, wenn die Notenbank ausgewählten Kreditnehmern Kontingente zu günstigeren als zu Marktkonditionen einräumt. Solche Fälle gibt es in Hochzinsphasen, in denen die Notenbank häufig den Diskontsatz nicht voll an die Marktzinssätze anpasst und damit bei gleichzeitiger Kontingentierung den Wechselrediskont subventioniert.

Es ist allerdings nicht notwendig, dass die Bundesbank auch den Teil der Aktiva, der nicht als Währungsreserve oder als Manövriermasse benötigt wird, kurzfristig ausleiht und damit auf die Prämie für Fristentransformation verzichtet. Es ist auch wenig sinnvoll, die Rediskontkontingente der Banken ständig über das Maß hinaus aufzustocken, um das sich der Bestand an rediskontierbaren Wechseln zur Abwicklung von Handelsgeschäften erhöht, da sonst der Handelswechsel als Finanzierungsinstrument zweckentfremdet wird, Sofern das Zentralbankgeld, das nicht für geldpolitische Zwecke gebraucht wird, nicht an den Fiskus ausgeschüttet wird, wäre zu erwägen, dass die Notenbank es in langfristigen festverzinslichen Wertpapieren anlegt. Dabei ist es im Prinzip gleichgültig, ob dies Titel der öffentlichen Hand, von Banken, von Unternehmen oder von ausländischen Regierungen sind. Unter Berücksichtigung von Bonitätsrisiken und von Wechselkursrisiken (bei Fremdwährungsanlagen) sind die zu erwartenden Renditen bei allen Titeln im Prinzip gleich. In geringem Umfang dürften allerdings die Zinsen der Titel, die von der Notenbank nachgefragt werden, sinken. Dies spricht dafür, den nicht für geldpolitische Zwecke benötigten Zentralbankgeldbestand in öffentlichen Titeln anzulegen, denn der Druck auf die Zinsen macht die Kreditaufnahme des Staates auch auf den Finanzmärkten billiger. Gegenzurechnen wäre aber eine Zinserhöhung für den Fall, dass die Märkte aus einem hohen Bestand an Staatsschuldtiteln bei der Notenbank auf eine Gefährdung der Notenbankautonomie schließen und dem Staat Kredite nur mit einem Risikoaufschlag geben würden.

#### D. *Grenzen für die Ausschüttung durch Bewertungsvorschriften*

Bei Anlage in Sachvermögen (z.B. Gold) und in Fremdwährungen schwankt der Vermögenswert der gehaltenen Titel mit den Marktpreisen oder mit den Wechselkursen Sofern die Notenbank nach kaufmännischen Prinzipien, d.h. nach dem Niederstwertprinzip bewertet,

wird sie bei Kursrückgängen Vermögensverluste ausweisen, jedoch bei einem Kursanstieg weiterhin zu den historischen Tiefstkursen bewerten. Auf diese Weise bildet sie stille Reserven. Sofern die Ausschüttung an den Fiskus den Ausweis von Gewinnen (nach Tilgung sämtlicher Verlustvorträge) voraussetzt, wird durch diese Bewertungspraxis auch der fiskalische Ertrag vermindert. Dies spricht dafür, dass die Notenbank ihren Bestand an Sachvermögen und Devisenreserven auf das Notwendigste beschränkt.

Eine weitere Begrenzung der Gewinnausschüttung resultiert daraus, dass erzielte Gewinne thesauriert werden müssen. Die Thesaurierung ist durch das Bundesbankgesetz jedoch auf 5% des Notenumlaufs (100 Mrd.DM) begrenzt. Bei einer Aufstockung des Notenumlaufs um 5 % sind also 250 Mio. DM einzubehalten. Sofern nicht Verlustvorträge zu tilgen sind oder eine unterlassene Reservebildung nachgeholt werden muss, Ist der darüber hinausgehende Gewinn der Bundesbank an den Bund abzuführen. Überdies sind die einbehaltenen Gewinne für den Staat nicht endgültig verloren, da sie die Zinserträge und damit die Gewinnausschüttung in Zukunft erhöhen.

#### IV. *Ausschüttung des Emissionserlöses (bzw. Gewährung zinsloser Notenbankkredite) versus Ausschüttung der Zinserträge*

##### A. *Referenzsystem: Keine Verschuldung der öffentlichen Hand an den Finanzmärkten*

Der Vorschlag, öffentliche Investitionen mit zinslosen Notenbankkrediten zu finanzieren, lässt sich also nur insoweit realisieren, als der Zuwachs der Zentralbankgeldmenge nicht für Währungsreserven oder für die geldpolitische Manövriermasse benötigt wird. Er ist in seinen fiskalischen Wirkungen überdies mit einer Situation zu vergleichen, in welcher der Betrag verzinslich angelegt wird und die daraus erzielten Zinserträge an den Fiskus ausgeschüttet werden. Dabei ist als Zinssatz die Rendite für langfristige Wertpapiere Zugrunde zu legen. Dass der Gewinn möglicherweise geringer ausfällt, weil die Notenbank den Betrag kurzfristig und damit in der Regel zu niedrigeren Zinsen ausleiht lässt sich durch Änderung des geldpolitischen Instrumentariums beheben. Dass der Gewinn gemindert wird, weil die Notenbank im Auftrage des Staates an ausgewählte Adressen verbilligte oder zinslose Kredite gewährt, ist als eine Vorab-Verwendung des Gewinns außerhalb des Bundeshaushalts zu betrachten.

Bei diesem Referenzsystem würden zinslose Notenbankkredite dem Fiskus die Mittel sofort

zur Verfügung stellen. Bei investiver Verwendung würde der Staat öffentliches Sachvermögen bilden. Behält die Notenbank dagegen den Emissionserlös ein und legt sie ihn verzinslich an, dann bildet der Staat als Eigentümer der Notenbank statt dessen Geldvermögen. Der Fiskus erhält den Ertrag aus dem Notenbankmonopol erst in Zukunft, wenn die Zinserträge anfallen und ausgeschüttet werden. Ob dieser Nachteil in künftigen Perioden durch entsprechend hohe Zinserträge wettgemacht wird, hängt formal gesehen davon ab, ob die Zinssätze höher sind als die Wachstumsrate der Geldmenge, die für die Ausschüttung an den Staat verfügbar wäre.

Diese formale Betrachtung ist jedoch nur die halbe Wahrheit. Zu berücksichtigen ist, dass die Bildung von Geldvermögen volkswirtschaftlich gesehen ebenfalls eine investive Anlage bedeutet, weil der private Sektor verzinsliche Kredite überwiegend zur Bildung von Produktivkapital einsetzt. Dies führt dazu, dass das wirtschaftliche Wachstum gefördert und damit auch die Steuereinnahmen erhöht werden. Berücksichtigt man die steigende Steuerkraft, dann kann auch eine vollständige Thesaurierung der Notenbankgewinne, wie dies in der Schweiz weitgehend der Fall ist, für den Fiskus durchaus lohnend sein.

#### B. *Referenzsystem: Kompensatorische Verschuldung des Staates an den Finanzmärkten*

Der Staat kann jedoch der Auffassung sein, dass seine Investitionen volkswirtschaftlich gesehen noch rentabler seien als private Investitionen, so dass eine Verschiebung auf den Zeitpunkt, in dem die Notenbankgewinne anfallen, volkswirtschaftlich wie auch fiskalisch kontraproduktiv ist. Er könnte sogar noch einen Schritt weitergehen und seinen Investitionen wegen ihrer gesamtwirtschaftlichen Produktivität eine so hohe Priorität zuschreiben, dass selbst eine Finanzierung durch Veräußerung und Ausschüttung von bestehendem Notenbankvermögen gerechtfertigt ist.

Dies sind aber auch die Fälle, in denen es sich für den Staat lohnt, Kredite auf den Finanzmärkten aufzunehmen, weil der Zinsendienst aus künftigen Steuermehreinnahmen oder Minderausgaben bezahlt werden kann. Denn wenn die staatlichen Investitionen die gesamtwirtschaftliche Produktivität verbessern, erhöht sich das Wachstum und damit die Steuerkraft. Handelt es sich dagegen nicht um Investitionen mit einem hohen Produktivitätseffekt, sondern mit einem hohen gesellschaftlichen Nutzen und sind die Bürger nicht bereit, dafür privaten oder staatlichen Konsum einzuschränken, dann äußert sich dies in der Bereitschaft, in Zukunft auf öffentliche Güter (= künftige Minderausgaben) oder auf private

Güter zu verzichten (= künftige Steuermehreinnahmen).

Wenn aber der Staat Kredite auf dem Kapitalmarkt aufnimmt, ändert sich das Referenzsystem in der Weise, dass die Alternativen Sofortausschüttung oder Ausschüttung der Zinserträge gleichwertig werden. Nimmt der Staat Kredite auf dem Kapitalmarkt auf, und bildet die Bundesbank zugleich staatliches Vermögen, das die gleichen Zinssätze erzielt, wie der Staat für die Kredite zu zahlen hat, dann erhält der Staat seinen Kredit de facto zinslos.

Der Staat kann sich also durch Aufnahme von Krediten auf den Finanzmärkten stets in die Situation versetzen, als ob er einen zinslosen Kredit von der Notenbank erhält. Solange die auf dem Markt aufgenommene Staatsschuld höher ist als das Vermögen der Notenbank, das nicht als Devisenreserve oder als Manövriermasse benötigt wird, ist die Frage, ob der Emissionserlös der Notenbank sofort ausgeschüttet bzw. als zinsloser Kredit an den Staat gewährt wird oder ob erst die Zinserträge an den Fiskus ausgeschüttet werden, ein Scheinproblem.

Die beiden Alternativen der Beteiligung des Fiskus am Ertrag der Notenbank sind nicht nur hinsichtlich der Folgen für den Staatshaushalt, sondern auch hinsichtlich der (Netto-) Vermögensposition des Staates gleichwertig. Beide führen zu einer Bildung von staatlichem Realvermögen anstelle der Bildung von staatlichem Geldvermögen. Der Unterschied besteht nur darin, dass im einen Fall die Notenbank zugunsten des Fiskus von vornherein auf die Bildung von Geldvermögen verzichtet oder sogar Geldvermögen veräußert und im anderen Fall der Fiskus das Geldvermögen der Notenbank durch Verschuldung neutralisiert. Der Staatssektor (Fiskus und Notenbank zusammengenommen) hat die gleiche Vermögensposition gegenüber dem privaten Sektor.

Daraus folgt aber: Da der Schuldenstand und das jährliche Finanzierungsdefizit der öffentlichen Hand weitaus größer sind als der ausschüttbare Emissionserlös, ist der Staat auch heute schon so gestellt, als würde er im Ausmaß der Geldschöpfung (abzüglich der Aufwendungen der Notenbank) einen zinslosen Kredit von der Notenbank erhalten. Der Fiskus partizipiert nur dann nicht voll am Ertrag aus dem Notenbankmonopol,

- wenn die Notenbank gegen den Willen des Staates den Ertrag aus dem Notenbankmonopol an nichtstaatliche Stelle verschenkt, z.B. durch zinsgünstige Kredite an Private oder an ausländische Regierungen;
- wenn die Notenbank das ausgegebene Zentralbankgeld, mehr als zur geldpolitischen Steuerung nötig, in kurzfristigen Titeln hält und sich deshalb mit einem niedrigeren Zinsertrag begnügt als sie bei langfristiger Anlage erzielen würde; bei Anlage in kurzfristigen Titeln überlässt die Notenbank die Fristentransformation und damit auch die dafür gezahlte Prämie den Geschäftsbanken;

- wenn Notenbankgewinne nicht ausgeschüttet, sondern stets und auf Dauer thesauriert werden.

Will der Fiskus auch diesen Rest abschöpfen, so bedarf es dazu keiner zinslosen Kredite der Notenbank an den Staat. Die Notenbank müsste darauf achten, dass der Diskontsatz möglichst in Höhe des Geldmarktsatzes festgesetzt wird, und müsste den Teil des Zentralbankgeldes, der nicht als Devisenreserve oder als geldpolitische Manövriermasse benötigt wird, in langfristigen Titeln halten.

### C. *Kriterien für die Entscheidung*

Wenn die beiden Alternativen hinsichtlich der fiskalischen Wirkungen gleichwertig sind, müssen andere Kriterien die Auswahl zwischen ihnen entscheiden.

#### 1. *Zweckbindung für Investitionen*

Ein Argument konnte sein, dass zinslose Notenbankkredite gezielt für bestimmte Investitionen eingesetzt werden können, während die Abführung des Notenbankgewinns in den allgemeinen Haushalt fließt. Dieses Argument impliziert, dass die Regierungen und die Parlamente diesen Investitionen nicht den höchsten Rang einräumen und den finanziellen Spielraum des Staates für andere Zwecke nutzen würden. Geht es also darum, den Regierungen und Parlamenten finanzielle Mittel vorzuenthalten, weil sie die notwendigen Prioritäten bei den staatlichen Aufgaben nicht durchsetzen würden, dann könnte man dies auch durch Gründung von Fonds erreichen, die durch Zuschüsse aus dem Haushalt oder durch die Übertragung von staatlichen Einnahmen auszustatten sind. Diese Fonds können dann Investitionszuschüsse, verbilligte Darlehen oder Zinssubventionen an öffentliche oder private Stellen vergeben. Die Frage ist jedoch, ob Fonds-Manager die gesellschaftlichen Prioritäten kompetenter entscheiden können als das Parlament. Über dies lehrt die Erfahrung, dass Kapitalzuschüsse für bestimmte Investitionen leicht zur Verschwendung von Kapital führen. Ob die Fonds-Manager die Fälle von Kapitalverschwendung erkennen und gegebenenfalls auf die Vergabe der Mittel verzichten und diese stattdessen dem Staat zurückgeben, lässt sich bezweifeln.



## 2. *Beteiligung von Ländern und Kommunen am Bundesbankgewinn*

Als ein weiteres Argument für die zinslose Kreditgewährung an den Staat wird genannt, dass dadurch neben dem Bund auch andere Gebietskörperschaften in den Genuss des Notenbankgewinns kommen könnten, während von der Gewinnausschüttung nur der Bund profitiert. Dahinter steht offensichtlich die Vorstellung, dass in die Auseinandersetzung über die Ausstattung der einzelnen Gebietskörperschaften mit Finanzierungsmitteln nicht nur das Steueraufkommen, sondern auch die übrigen Einnahmen einzubeziehen sind. Dazu gehören neben der Ausschüttung der Bundesbank auch die anderen »windfall profits«, wie etwa die Förderabgabe auf Öl und Gas, die fast ausschließlich dem Land Niedersachsen zugutekommt. Es leuchtet jedoch nicht ein, dass die Einbeziehung der Notenbankgewinne in die gemeinsame Finanzmasse durch eine zinslose Kreditgewährung der Notenbank erfolgen sollte; man wird ja auch nicht den Ertrag der Förderabgabe den anderen Gebietskörperschaften dadurch zukommen lassen, dass die Fördergesellschaften zu Lasten ihres Gewinnes Benzin- oder Heizölgutscheine an Bundes- oder Landeskassen schicken. Der sinnvolle Weg kann nur der sein, dass man die Förderabgabe oder den Bundesbankgewinn bei der Festlegung des Finanzausgleichs und des Verteilungsschlüssels bei den Gemeinschaftssteuern berücksichtigt. Der Verteilungsstreit zwischen Bund und Ländern gehört nicht in den Zentralbankrat und in die geldpolitische Diskussion, sondern ist in den Gremien und mit den Instrumenten zu entscheiden, die die Verfassung dafür vorgesehen hat.

## 3. *Praktikabilität*

Ein weiteres Argument lautet schließlich, es sei ein kostspieliger Umweg, dass auf der einen Seite die Notenbank Geldvermögen aufbaut und auf der anderen Seite der Fiskus in gleichem Umfang Schulden macht. Besteht das Geldvermögen aus Staatstiteln, so kommt es dazu, dass zunächst der Staat an die Notenbank Zinsen überweist, die dann von der Bundesbank an den Bund Zurückerstattet werden. Dieses Argument verkennt jedoch die Praxis der Entstehung von Zentralbankgeld. Die Bundesbank schleust im Rahmen ihrer geldpolitischen Steuerung zunächst auf vielen Kanälen Zentralbankgeld ein - wobei meistens auch gleichzeitig Zentralbankgeld absorbiert wird - und baut sukzessive einen Bestand an kurzfristigen vermögenssteln auf. Erst wenn dieser Bestand über das für die geldpolitische Steuerung notwendige Maß hinausgegangen ist, ist es sinnvoll, dieses in langfristige Vermögensti-

tel umzuwandeln, z.B. durch Käufe von langfristigen Staatstiteln. Ob die Bundesbank diese Titel im Portefeuille hält, dafür Zinsen kassiert und bei Tilgung durch Ankauf neuer Titel ersetzt oder ob die Schulden gestrichen werden, ist eine technische Frage. Welche der beiden Alternativen mehr Kosten für die Notenbank und die staatliche Schuldenverwaltung verursacht, ist noch sehr die Frage.

#### 4. *Gesamtwirtschaftliche Wirkungen*

Wenn die Notenbank nicht mehr den Banken Refinanzierungskredite gewährt oder sogar Vermögensbestände auflöst und dafür Mittel an den Staat vergibt, die dieser zur Finanzierung zusätzlicher Investitionen verwendet, dann ersetzt der Staat, wie erwähnt, Geldvermögen durch Realvermögen. Das gleiche geschieht, wenn sich der Staat stattdessen die Finanzierungsmittel auf dem Kapitalmarkt besorgt. Wenn aber die Notenbank weniger Kapital anbietet oder der Fiskus mehr Kapital absorbiert, sinkt das für die private Wirtschaft verfügbare Kapitalangebot. Sofern dieser Ausfall nicht durch vermehrte Kapitalbildung des privaten Sektors oder durch Verschuldung im Ausland kompensiert wird, geht die Bildung von staatlichem Realvermögen zu Lasten von privatem Produktivvermögen (crowding out). Ob es zu einer Verdrängung kommt, hängt von der wirtschaftlichen Situation ab. Folgende Konstellationen sind zu unterscheiden:

- a) Vollbeschäftigung des Arbeitskräftepotentials
- b) Arbeitslosigkeit bei Unterauslastung der Sachkapazitäten infolge von ungerechtfertigtem Nachfragepessimismus (konjunkturell bedingte Arbeitslosigkeit)
- c) Arbeitslosigkeit und Unterauslastung der Sachkapazitäten infolge eines überhöhten Kostenniveaus (kostenbedingte Arbeitslosigkeit)
- d) Arbeitslosigkeit bei Vollausslastung der Sachkapazitäten

In der Konstellation a) kommt es zur vollständigen Verdrängung von privater Nachfrage, wenn der Staat seine Ausgaben (real) durchsetzt und wenn keine Mittel aus dem Ausland aufgenommen werden. Die Geldpolitik entscheidet darüber, ob diese Verdrängung zunächst über Inflation oder aber sofort über den Zinsmechanismus besorgt wird. Bei einem inflatorischen Umweg wird zunächst der private Konsum verdrängt, bei Wirksamwerden des Zinsmechanismus dagegen zunehmend die privaten Investitionen. Die Verdrängung von priva-

ten Investitionen kann begrenzt werden, wenn das Kapitalangebot des privaten Sektors zu Lasten des privaten Konsums mit steigenden Zinsen zunimmt. Sinnvoll ist eine Verdrängung von privaten Investitionen durch staatliche Ausgaben, wenn diese einen höheren Produktivitätseffekt als die privaten Investitionen haben oder wenn die Bürger ihnen einen so hohen Rang einräumen, dass sie bereit sind, dafür in Zukunft auf öffentliche oder private Güter zu verzichten.

Die Konstellation b) ist durch eine Schwäche der Investitionsneigung gekennzeichnet, deren Ursache ungerechtfertigter Nachfragepessimismus ist. Wenn die Geldpolitik die Investitionen nicht mehr dadurch anregen kann, dass sie auf die Zinsen drückt, weil die Anleger aus Inflationsfurcht ihr Kapital nur zu hohen Zinsen anbieten oder weil eine Zinssenkung eine unerwünschte Abwertung der eigenen Währung mit sich brächte, kann staatliche Nachfrage in die Lücke treten und durch eine Initialzündung den Nachfragepessimismus überwinden. Voraussetzung für den Erfolg der Therapie ist, dass die staatlichen Defizite nicht ihrerseits zur Quelle von Misstrauen der Anleger und Investoren werden.

Bei der Konstellation c) wurde diese Therapie allenfalls Erfolg haben, wenn ein Anstieg des Preisniveaus zugelassen wird, der das überhöhte Kostenniveau real senkt. Denn ohne (reale) Kostenentlastung sind die Unternehmen nicht bereit, mehr anzubieten oder mehr zu investieren. Der Erfolg bleibt aber aus, wenn der Anstieg des Preisniveaus bei Investoren, Anlegern und Arbeitnehmern Inflationsfurcht erzeugt und wenn die Einkommensansprüche, die die überhöhten Kosten verursacht haben, durch den Preisniveauanstieg nicht korrigiert werden können, weil die Betroffenen einen Inflationsausgleich verlangen. In dieser Situation könnte der Staat durch kreditfinanzierte Nachfrage die Beschäftigung und die Kapazitätsauslastung erhöhen, wenn er bereit ist, öffentliche Güter zu produzieren oder produzieren zu lassen, die am Markt herrschenden Löhne und Zinsen nicht erwirtschaften müssen. Der Staat hat diese Möglichkeit, weil er

- länger als Unternehmen die Zinskosten ignorieren kann,
- Arbeitskräfte billiger als Unternehmen einsetzen kann, weil er bei der Kalkulation der Lohnkosten die von den Arbeitskräften zu zahlenden Steuern sowie Sozialabgaben außer Acht lassen und gegebenenfalls auch Einsparungen beim Arbeitslosengeld absetzen kann.

Der Spielraum für eine solche Strategie wird jedoch von Jahr zu Jahr kleiner. Wenn der Staat hierfür die jährliche Geldschöpfung oder sogar Reserven der Notenbank verwendet, verringert sich der Spielraum durch den Rückgang der Gewinnausschüttung der Notenbank; wenn der Staat Kapitalmarktkredite aufnimmt, wird der Spielraum durch die steigen-

de Zinslast aufgezehrt. Ist der Spielraum ausgeschöpft, können die Staatsausgaben nur noch durch Steuererhöhungen finanziert werden. Diese aber führen zu einem Ausfall von privater Nachfrage. Der Spielraum wird darüber hinaus aufgebraucht, wenn die staatlichen Interventionen die Korrektur des Kostenniveaus verzögert oder gar verhindert.

In Konstellation d) ist ein Spielraum wie in e) nur insoweit vorhanden, als Arbeitskräfte vom Staat eingestellt werden, während der Kauf von öffentlichen Gütern, die von Unternehmen erstellt werden, infolge der Vollauslastung der Kapazitäten keine Mehrbeschäftigung bringt.

In Situationen, wie wir sie gegenwärtig haben, in denen man nicht ohne weiteres darauf vertrauen kann, dass ein überhöhtes Kostenniveau durch einen Anstieg des Preisniveaus korrigiert wird, man dagegen in Rechnung stellen muss, dass das Aufleben von Inflationserwartungen die Impulse einer expansiven Geldpolitik konterkarieren kann, hat der Staat mit einer expansiven Finanzpolitik nur Erfolg, wenn die Notenbank eine stabilitätsorientierte Geldpolitik treibt. Die Frage ist jedoch, ob es für das Erreichen der finanzpolitischen Ziele gleichgültig ist, auf welche Weise die Notenbank Zentralbankgeld bereitstellt, insbesondere, ob die Gewährung zinsloser Notenbankkredite an den Fiskus weniger Nachteile hat als eine Kreditaufnahme an den Kapitalmärkten bei gleichzeitiger Alimentierung der Geldmärkte durch die Notenbank über die Gewährung von Refinanzierungskrediten an die Banken oder durch Alimentierung des Kapitalmarkts über Offenmarktoperationen. Solche Situationen sind denkbar, wenn etwa auf dem Kapitalmarkt Attentismus herrscht, der durch Emissionspläne der öffentlichen Hand noch genährt wird. Aber auch für solche Fälle reicht das gegenwärtige Instrumentarium der Notenbank aus, denn sie kann - wie sie es auch 1967 getan hat - dem Staat das erforderliche Geld gewähren, indem sie Schatzwechsel oder andere kurzfristige Staatspapiere in ihr Portefeuille nimmt. Ob diese Titel verzinslich oder unverzinslich sind, spielt für die Wirkungen auf die Finanzmärkte dabei keine Rolle.

##### 5. *Geldpolitische und finanzpolitische Autonomie*

Es gibt also kaum überzeugende Argumente dafür, dass man den bisherigen Weg der Gewinnausschüttung durch die Notenbank ersetzt durch die Gewährung zinsloser Kredite an den Staat. Wohl aber gibt es ein schwerwiegendes Argument dafür, bei den bisherigen Verfahren zu bleiben. Denn dies ist die Methode, bei der die geldpolitischen und fiskalischen Interessen am wenigsten vermengt werden. Dadurch minimiert man erstens mögliche Vertrauensschäden und vermindert zweitens Reibungsverluste zwischen Notenbank und den

Fiski von Bund und Ländern. Die Finanzminister können wie bisher ihre Kreditaufnahme im Rhythmus ihrer Ausgaben und Einnahmen nach eigenem Ermessen gestalten und die Notenbank nimmt ebenfalls nach eigenem Ermessen die geldpolitische Steuerung vor.

#### D. *Bisherige Entwicklung von Geldschöpfung und Gewinnausschüttung*

Die These, dass die beiden Alternativen - zinslose Kreditgewährung an den Staat und Ausschüttung der Notenbankgewinne - äquivalent seien, wird häufig mit dem Hinweis bestritten, dass der Staat viele Jahre keine Ausschüttung erhalten habe. Betrachtet man die Entwicklung der Geldschöpfung und der Gewinnausschüttung, so könnte man schließen, dass der Staat bis 1980 besser gefahren wäre, wenn er den Emissionserlös der Geldschöpfung zinslos erhalten hätte. Seitdem übertrifft jedoch die Gewinnausschüttung den Zuwachs an neuem Zentralbankgeld bei weitem (vgl. Tabelle i und 2). Ein ähnliches Urteil würde man gewinnen, wenn man die Gewinnausschüttung mit den Zinsausgaben vergleicht, die dem Staat dadurch entstanden sind, dass er die Mittel nicht zinslos erhalten hat, sondern sie sich auf den Finanzmärkten besorgen musste. Bis 1980 übertrafen diese Zinsausgaben die Gewinnausschüttung, seitdem ist es jedoch umgekehrt.

Die Berechnung von Einnahmeverlusten aufgrund von unterlassenen Gewinnausschüttungen in den sechziger und siebziger Jahren ist jedoch völlig irrelevant. Der Bundesbank stand bis 1973 nicht frei, auf welche Weise sie Zentralbankgeld in Umlauf brachte, denn sie musste bis dahin durch Interventionen den Wechselkurs verteidigen und deshalb Notenbankgeld durch Ankauf von Devisen schaffen. Da sie für die Anlage der Devisen in US-Papiere nicht so viel Zinsen erhielt, wie zur Abdeckung der Währungsverluste nach den Aufwertungen und nach der Freigabe des Wechselkurses nötig gewesen wäre, ist der fiskalische Ertrag aus der Geldschöpfung geschmälert worden. Zu verantworten hat dies jedoch nicht die Notenbank, sondern die Bundesregierung, die die Kompetenz für die Festlegung der Währungsparitäten hat und die von der Bundesbank die Verteidigung des Wechselkurses verlangte. Hätte die Bundesbank damals dem Staat in Höhe der geplanten Zentralbankgeldschöpfung zinslose Kredite gewährt, hätte sie sich am Markt in Höhe des DM-Wertes der angekauften Devisen verschulden müssen. Wegen der dabei eingegangenen Zinsverpflichtungen wären in den Folgejahren die Verluste der Bundesbank noch größer gewesen und die späteren Gewinnausschüttungen wären entsprechend geschmälert worden.

Wenn man unter fiskalischen Gesichtspunkten Kritik an der Bundesbank üben will, so

*Tabelle 1: Ermittlung des Emissionserlöses - in Mrd. DM -*

	65-73	74-79	1980	1981	1982	1983	1984
<i>Bei jeweiligen Mindestreservesätzen</i>							
Ausgaben von Zentralbankgeld <sup>a</sup>	64,2	37,8	-4,3	-1,5	1,9	10,4	7,6
Emissionskosten <sup>b</sup>	4,7	6,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Emissionserlös	59,5	31,7	-5,6	-2,8	0,5	9,0	6,2
<i>Bei konstanten Mindestreservesätzen</i>							
Ausgabe von Zentralbankgeld	64,2	37,8	-4,3	-1,5	1,9	10,4	7,6
+ Freisetzung von Liquidität durch Senkung der Mindestreservesätze	6,9	28,4	10,7	3,9	5,4	-	-
- Bindung von Liquidität durch Anhebung der Mindestreservesätze	25,8	8,6	-	-	-	0,1	0,1
- Emissionskosten	4,7	6,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Emissionserlös	40,6	51,5	5,1	1,1	5,9	8,9	6,1
Zum Vergleich: Gewinnausschüttung der Bundesbank	1,0	0,4	2,3	10,5	11,0	11,4	12,9
Zum Vergleich:							
Zinsaufwendungen des Bundes <sup>c</sup>	12,5	31,9	6,8	7,3	8,5	9,7	9,8

a. Bargeld und Guthaben der Kreditinstitute bei der Bundesbank

b. Verwaltungsaufwand der Bundesbank

c. Für die Kreditaufnahme auf dem Kapitalmarkt in Höhe des seit 1965 kumulierten Emissionserlöses bei Konstanz der Mindestreservesätze; Annahme: Laufzeit der Kredite 5 Jahre; Verzinsung der neuen und der auslaufenden Kredite in Höhe der Umlaufrendite öffentlicher Anleihen.

wäre daran anzusetzen, dass die Bundesbank seit 1973, seitdem per Saldo kein Zentralbankgeld mehr durch Ankauf von Devisen geschaffen wurde, als Geldschöpfungsquelle fast ausschließlich den Refinanzierungskredit an die Banken benutzt. Diese Refinanzierungskredite haben inzwischen fast 100 Mrd. DM erreicht und sind damit höher als die Währungsreserven. Sie bestehen aus kurzfristigen Forderungen aus dem Rediskont, aus Offen Marktoperationen und aus dem Lombardkredit, für die die Banken Zinssätze zu zahlen haben, die zwischen dem Diskontsatz (gegenwärtig 4,5 %) und dem Lombardsatz (gegenwärtig 6 %) liegen. Diese Zinssätze sind niedriger als die Rendite für öffentliche Anleihen (7%). Der Um-

fang der Refinanzierungskredite dürfte weitaus höher sein als für die geldpolitische Manö-

Tabelle 2: Gewinn- und Verlustrechnung der Deutschen Bundesbank - in Mrd. DM -

	65-73	74-79	1980	1981	1982	1983	1984
Zinsertrag im Ausland	14,0	29,3	5,9	7,6	8,0	9,4	10,7
Zinsertrag im Inland	8,5	7,8	3,9	5,3	5,8	3,1	4,3
- Zinsaufwand	2,6	1,8	0,3	0,7	0,4	0,3	0,3
Nettozinsertrag	19,9	35,3	9,5	12,2	13,5	12,8	14,7
- Verwaltungsaufwand <sup>a</sup>	4,7	6,1	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4
Betriebsergebnis	15,2	29,2	8,2	10,9	12,1	11,4	13,3
+ außerordentliches Ergebnis <sup>b</sup>	-22,1	-27,6	0,7	2,3	-0,8	0,3	-0,1
Jahresüberschuß/-fehlbetrag	-6,9	1,6	8,8	13,1	11,3	11,8	13,2
Bildung von Eigenkapital <sup>c</sup>	-7,9	1,2	6,6	2,6	0,3	0,4	0,3
Ausschüttung an den Bund	1,0	0,4	2,3	10,5	11,0	11,4	12,9

a Personalkosten, Sachaufwand, Abschreibungen auf Sachanlagen. Pensionsrückstellungen

b Bewertungsgewinne und -verluste. sonstige Rückstellungen, sonstige Erträge und Aufwendungen

c Aufstockung der Rücklagen (+), Verlustvortrag (-), Tilgung des Verlustvortrags (+)

riermasse notwendig ist. Würde die Bundesbank rd. 50 Mrd. DM dieser Refinanzierungskredite in langfristige Titel umwandeln, dann könnte sie rd. i Mrd. DM mehr an Gewinn ausschütten.

Kritik könnte sich auch dagegen richten, dass die Bundesbank in der Phase der Abwertung des Dollars zwar Währungsverluste ausweisen und damit die Gewinnausschüttung verhindern musste, dagegen in der Phase der Aufwertung keine Erträge aus der Höherbewertung des Dollarbestandes ausweist. Hiergegen könnte die Bundesbank einwenden, dass der Markt in den hohen aktuellen Dollarzinsen eine Abwertung des Dollars einkalkuliert, so dass man die Zinserträge nicht voll ausschütten dürfe. Die Alternative wäre, dass die Bundesbank den Bestand an Devisen abbaut und dafür inländische Titel ankauft. Da die Dollarbestände mit einem Kurs von 1,72DM zu Buche stehen, würde die Bundesbank bei einem Verkauf von Dollars im Buchwert von i Mrd. DM und einem Dollarkurs von 3,10DM 1,8 Mrd. DM Erlösen, wovon sie i Mrd. DM zum Erwerb inländischer Titel benötigt und 0,8 Mrd. DM ausschütten könnte. Man muss dem freilich gegenrechnen, dass der Fiskus dann auf die ausgeschütteten Beträge künftig keine Zinseinnahmen erhält.

## V. *Resümee*

Der Vorschlag, der öffentlichen Hand zinslose Kredite der Notenbank zu gewähren, sollte schon deswegen nicht weiterverfolgt werden, weil der Hauptzweck nicht erreicht wird. Der Staat erhält auch heute schon den überwiegenden Teil des Ertrages aus dem Notenbankmonopol, so dass er durch die Gewährung von zinslosen Krediten kaum noch etwas gewinnen kann. Weil die Notenbank bei Gewährung von zinslosen Krediten an den Staat auf Zinseinnahmen verzichten müsste, die sie bei einer Gewährung von Refinanzierungskrediten an die Banken oder beim Ankauf von verzinslichen Titeln hätte, würde der Staat letztlich lediglich sich selbst subventionieren. Für den Fiskus ist es deshalb gleichgültig, ob er sich auf dem Kapitalmarkt verschuldet und die Notenbankgewinne vereinnahmt oder ob er sich bei Verzicht auf Notenbankgewinne zinslos bei der Notenbank verschuldet.

Dieses Urteil ist in zweierlei Hinsicht zu modifizieren. Ersten: Da die Gewinnausschüttung der Notenbank an den Bund fließt, die zinslosen Kredite gemäß dem Vorschlag des Hamburger Senats jedoch auch Ländern und Kommunen zugutekommen sollen, ergäbe sich ein Umverteilungseffekt. Dieser ließe sich jedoch auch in dem bestehenden System dadurch erreichen, dass man die Gewinnausschüttung an den Bund bei der Festlegung des Verteilungsschlüssels im Finanzausgleich berücksichtigt. Zweitens: Die Notenbank müsste - soweit es der geldpolitische Spielraum zulässt - darauf achten, dass sie ihre Gewinne und damit die Gewinnausschüttung nicht schmälert. Sie müsste insbesondere den Bestand an Devisen und an kurzfristigen Refinanzierungskrediten an die Banken so klein wie möglich halten und den Rest ihres Vermögens in langfristigen Titeln halten - dies alles, wie gesagt, im Rahmen ihrer geldpolitischen Verantwortung.

Zinslose Notenbankkredite entlasten - bei gleichem Geldmengenziel - grundsätzlich auch nicht den Kapitalmarkt. Denn indem der Staat das Zentralbankgeld beansprucht, das sonst den privaten Kreditnehmern zur Verfügung stünde, belastet er die Finanzmärkte genauso, wie wenn er sich direkt dort verschulden würde.

Der vom Hamburger Senat vorgeschlagene Einsatz der Notenbank zugunsten der Finanzierung öffentlicher Investitionen würde zudem eine Vermengung von geldpolitischen und fiskalpolitischen Interessen bewirken und Reibungsverluste sowohl für die Notenbank als auch für die Finanzminister von Bund und Ländern mit sich bringen. In der Übergangsphase von den traditionellen zu den neuen Methoden der Zentralbankgeldschaffung wären auch die Kreditinstitute und die Finanzmärkte mit möglicherweise nicht unerheblichen Umstellungsproblemen und -kosten belastet.



Schließlich ist zu bedenken, dass die deutsche Öffentlichkeit aufgrund des schlechten Beispiels, das der Staat in der Vergangenheit gegeben hat, gegen eine Notenbankfinanzierung öffentlicher Ausgaben hoch sensibilisiert ist. Deswegen sind unsere Verhältnisse auch nicht zu vergleichen mit denen in anderen Ländern, in denen man sich daran gewöhnt hat, dass ein Teil des Zentralbankgeldes über öffentliche Papiere in den volkswirtschaftlichen Kreislauf gelangt. Auch wenn nicht beabsichtigt ist, die geldpolitische Autonomie der Bundesbank anzutasten, bestünde die Gefahr, dass eine direkte Finanzierung öffentlicher Investitionen durch die Notenbank die Inflationserwartungen nach oben gehen ließe. Dies würde die Zinsen in die Höhe treiben und damit Wachstum und Beschäftigung gefährden.

1. *Gegenstand der Kontroverse*

Bei der Kontroverse über begünstigte - im Extremfall zins- und tilgungsfreie - Notenbankkredite an den Staat war es unstrittig, dass es für den Staat im Prinzip möglich ist, von der Zentralbankgeldschöpfung zu profitieren, ohne dass dadurch die geldpolitische Autonomie leiden muss. Weil der Emittent von Notenbankgeld Güter oder rentierliches Vermögen erwerben kann, ohne zuvor andere Güter oder Vermögensobjekte verkaufen oder sich gegen Zinsverpflichtungen verschulden zu müssen, entsteht bei der Erstaussgabe von Notenbankgeld ein Ertrag, der für Investitionen oder für Konsumgüter ausgegeben werden kann. Unstrittig war auch, dass dieser Ertrag dem Gemeinwesen zustehen sollte und deshalb auch dem Staat zufließen kann.

Strittig war und ist hingegen, ob der Staat seine Teilhabe am Ertrag aus dem Notenbankmonopol wesentlich verbessern kann, wenn die Notenbank Zentralbankgeld durch die Gewährung zinsloser Kredite an den Staat in Umlauf bringt statt durch die Gewährung von verzinslichen Refinanzierungskrediten an die Banken. In der vorstehenden Stellungnahme wird gezeigt, dass der Staat auch heute schon den weit überwiegenden Teil des Ertrags aus dem Notenbankmonopol erhält, so dass er durch die Gewährung von zinslosen Krediten kaum noch etwas gewinnen kann. Weil die Notenbank in diesem Fall auf Zinseinnahmen verzichten muss, würde der Staat letztlich lediglich sich selbst subventionieren. Nur insoweit als der Fiskus bislang nicht voll am Ertrag aus dem Notenbankmonopol partizipiert, wäre für den Staat noch etwas zu holen. Dies wäre dann der Fall,

- wenn die Notenbank gegen den Willen des Staates den Ertrag aus dem Notenmonopol an nichtstaatliche Stellen verschenkt, z.B. durch zinsgünstige Kredite an Private oder an ausländische Regierungen;
- wenn die Notenbank das ausgegebene Zentralbankgeld mehr als zur geldpolitischen Steuerung nötig in kurzfristigen Titeln hält und sich deshalb mit einem niedrigeren Zinsertrag begnügt als sie bei langfristiger Anlage erzielen würde; bei Anlage in kurzfristigen Titeln überlässt die Notenbank die Fristentransformation und damit auch die dafür gezahlte Prämie den Geschäftsbanken;
- wenn die Notenbankgewinne nicht ausgeschüttet, sondern stets und auf Dauer thesauriert werden.

Betrachtet man nicht den Staat als Gesamtheit, sondern einzelne Gebietskörperschaften, dann tritt als zusätzliche Dimension die Verteilung des Ertrags aus dem Notenbankmonopol auf die einzelnen Ebenen hinzu.

Diese Position deckt sich mit dem, was die einschlägige Literatur zu diesem Thema sagt.<sup>1</sup> Da in der Bundesrepublik die Notenbankgewinne weitgehend an den Staat ausgeschüttet werden und die Notenbank Zentralbankgeld meist zu Marktkonditionen - wenn auch nur auf kurze Frist - ausgibt, besteht nur ein geringer Spielraum für höhere Gewinnausschüttungen. Ein zusätzlicher, ins Gewicht fallender fiskalischer Ertrag aus der Geldschöpfung kann nur auf zwei Wegen erreicht werden: durch reichliche Bemessung der Geldschöpfung oder durch die Verschärfung der obligatorischen Liquiditätshaltung für Banken und möglicherweise Einführung einer obligatorischen Liquiditätshaltung für Nichtbanken. Beides ist in den Prämissen, unter denen der Hamburger Senat seine Vorschläge diskutiert haben will, ausgeschlossen. Der erste Weg bedeutet Inflation, der zweite Weg eine zusätzliche Belastung der Privaten durch eine Quasi-Vermögensabgabe.

Aber auch wenn sich herausstellen sollte, dass der Staat mehr von dem Ertrag aus dem Notenbankmonopol erhalten könnte und sollte, oder wenn beabsichtigt ist, auch andere Gebietskörperschaften an den Gewinnen der Notenbank zu beteiligen, folgt daraus nicht, dass die Gewährung begünstigter Notenbankkredite an den Staat der beste Weg wäre. Diese Ziele lassen sich, wie aus der vorstehenden Stellungnahme hervorgeht, auch mit den bisherigen geldpolitischen und finanzpolitischen Instrumenten erreichen. Man würde damit die Nachteile einer direkten Notenbankfinanzierung staatlicher Ausgaben vermeiden.

Die Gegenposition von *W. Filc* besteht nun nicht lediglich darin, dass er den bisher noch nicht vom Fiskus abgeschöpften Ertrag aus dem Notenbankmonopol dem Staat durch zinslose Notenbankkredite zuführen will statt durch Nutzung der traditionellen Instrumente. Er ist vielmehr der Auffassung, dass durch zinslose Notenbankkredite eine Einkommensquelle erschlossen wird, die es sonst nicht gäbe, so dass sich der Staat finanziell entlasten könnte, ohne dabei die private Wirtschaft belasten zu müssen. Anders gesagt: Auch wenn der Ertrag aus dem Notenbankmonopol nicht an außerstaatliche Stellen verschenkt wird, auch wenn der Zinssatz für kurzfristige Refinanzierungskredite nicht niedriger als der für langfristige Staatskredite ist und auch wenn die Notenbankgewinne voll ausgeschüttet werden, bringt die Gewährung zinsloser Kredite der Notenbank an den Staat nach Meinung von *W. Filc* eine finanzielle Entlastung.

1 So z.B. das klassische Werk von J Tobin: Grundsätze der Geld- und Staatsschuldenpolitik, 1. Auflage, Baden-Baden 1978, insbesondere s. 120 ff. oder: Dietmar Kagli: Der zinslose Notenbankkredit als Finanzierungsinstrument des Staates?. in: Wirtschaftsdienst 1983, S. 364 ff.

## 2. *Kritik an der Beweisführung*

In einem Beitrag, der im Herbst 1982 publiziert wurde, identifizierte *Filc* den Gewinn des Staates durch die Gewährung zinsloser Kredite mit den Zinsausgaben, die der Staat gegenüber einer Kreditaufnahme am Kapitalmarkt einspart.<sup>2</sup> Dass der Staat gleichzeitig Einnahmehausfälle hat, weil die Notenbank bei einem Verzicht auf die Gewährung verzinslicher Refinanzierungskredite an die Banken weniger Zinseinnahmen hätte und damit weniger Gewinn ausschütten könnte, wurde bei dieser Rechnung vernachlässigt.

In den zwei Papieren, die für das Symposium des Hamburger Senats vorgelegt wurden, hat *Filc* eingeräumt, dass eine Vernachlässigung dieser Einnahmehausfälle unzulässig ist. Er konzediert auch, dass der Staat bei gleichem Zinssatz für Refinanzierungskredite an die Banken und für marktmäßige Staatskredite durch die Inanspruchnahme zinsloser Kredite von der Notenbank nichts gewinnt, sofern er im gleichen Ausmaß seine marktmäßige Kreditaufnahme reduziert (sog. Substitutionsfall). Anders sei es jedoch, wenn der Staat den zinslosen Kredit nicht zur Konsolidierung, sondern dazu nutzt, seine Ausgaben zu erhöhen. Die zinslosen Notenbankkredite treten dann zu der ohnehin geplanten Kreditaufnahme am Markt hinzu (sog. Komplementärfall).

Die fiskalische Entlastung, die *Filc* für den Komplementärfall ableitet, besteht nicht in der Einsparung von Zinsausgaben, sondern in der Liquiditätswirkung der zinslosen Notenbankkredite. Ob der Staat über mehr Mittel verfügen kann, wenn er Notenbankkredite aufnimmt, ist jedoch nicht unser Problem. Liquide Mittel kann der Staat jederzeit auf dem Kapitalmarkt erhalten. Den Hamburger Senat interessiert vielmehr die Frage, ob er diese Mittel bei Gewährung von zinslosen Krediten der Notenbank billiger erhält als auf dem Kapitalmarkt. In seinem zweiten Papier gesteht *Filc* dann auch zu, dass es auf die Liquiditätswirkung nicht ankommt.

Mit der Vernachlässigung des Liquiditätseffekts sollte freilich nicht geleugnet werden, dass es auf den Finanzmärkten Verklemmungen geben kann, unter denen es dem Staat, wie auch anderen Schuldner schwer fällt, überhaupt Kredite zu bekommen. In solchen Fällen ist es Aufgabe der Notenbank, die Funktionsfähigkeit der Geld- und Kapitalmärkte und damit auch die Emissionsfähigkeit des Staates wieder herzustellen. Dass es dabei aber kontraproduktiv sein kann, den Zins für den Staatskredit zu drücken, zeigte sich im Jahr 1975, als die Kapitalmarktzinsen nach einer Senkungsphase wieder zu

2 *Wolfgang Filc: Zins- und tilgungsfreier Notenbankkredit an den Bundeshaushalt zu Lasten geldpolitischer Effizienz?*, in: WSI-Mitteilungen 1982, S. 606 ff.

steigen begannen. Die Bundesbank versuchte dem entgegenzuwirken, indem sie öffentliche Anleihen aus dem Markt nahm. Dies stabilisierte zwar den Zins für öffentliche Anleihen, während der für private Schuldverschreibungen weiter anstieg. Die Folge war jedoch, dass die Privaten ihre Bestände an öffentlichen Anleihen zur Bundesbank umschichteten und dass der Staat auf dem Kapitalmarkt keinen Kredit mehr hatte. Erst als die Bundesbank ihre Operationen einstellte, war der Bund wieder emissionsfähig. Dabei stiegen die Zinsen für öffentliche Titel nur geringfügig und nur vorübergehend, denn kurz darauf begannen die Kapitalmarktzinsen anhaltend zu sinken.

*Zu der Beispielsrechnung von W. Filc*  
 - kumulierte Werte von 1982 bis 1992 -

Fall I	Substitutionsfall		
Fall Ia	Refinanzierungskredite an Banken	0	Mrd.DM
	Notenbankkredite an Staat	137,2	Mrd.DM
	Gewinnausschüttung der Notenbank	0	Mrd.DM
	Zinskosten des Staates	0	Mrd.DM
Fall Ib	Refinanzierungskredite an Banken	137,2	Mrd.DM
	Kapitalmarktkredite an Staat	137,2	Mrd.DM
	Gewinnausschüttung der Notenbank	34,6	Mrd.DM
	Zinskosten des Staates	34,6	Mrd.DM
Fall II	<i>Komplementärfall</i>		
Fall IIa	Refinanzierungskredite an Banken	0	Mrd.DM
	Kapitalmarktkredite an Staat	137,2	Mrd.DM
	Notenbankkredite an Staat	137,2	Mrd.DM
	Gewinnausschüttung der Notenbank	0	Mrd.DM
	Zinskosten des Staates	34,6	Mrd.DM
Fall IIb	Refinanzierungskredite an Banken	137,2	Mrd.DM
	Kapitalmarktkredite an Staat	274,4	Mrd.DM
	Gewinnausschüttung der Notenbank	34,6	Mrd. DM
	Zinskosten des Staates	69,2	Mrd.DM

Obwohl *Filc*, wie erwähnt, den Liquiditätseffekt zinsloser Notenbankkredite als irrelevant erklärt, führt er sie bei dem Versuch, die fiskalische Entlastung im Komplementärfall nachzuweisen, wieder ein. In seinem Rechenbeispiel auf Seite 69 ff. leitet er zunächst noch einmal den Substitutionsfall (Fall I) ab, bei dem eine zinslose Kreditgewährung an den Staat (Fall Ia) äquivalent mit einer Kombination von verzinslicher Kreditgewährung der Notenbank an die Kreditinstitute und Verschuldung des Staates auf den Finanzmärkten (Fall Ib) ist. Im Fall Ib hat der Staat zwar Zinskosten zu zahlen, die sich über 10 Jahre auf 34,6 Mrd. DM kumulieren, doch erhält er im gleichen Umfang die auszuschüttenden Zinserträge der Notenbank, so dass der Staat seinen Kredit auch in diesem Fall de facto fast zinslos erhält.

Der Komplementärfall IIa unterscheidet sich vom Substitutionsfall Ia dadurch, dass der Notenbankkredit nicht an die Stelle von Kapitalmarktkrediten tritt, sondern zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben verwendet wird. Der Verzicht auf die Ersetzung von Kapitalmarktkrediten durch den zinslosen Notenbankkredit bedeutet jedoch, dass der Staat im Vergleich zum Substitutionsfall zwar einen zusätzlichen Kredit aufnimmt, der sich in 10 Jahren auf 137,2 Mrd. DM summiert, dafür jedoch zusätzliche Zinsausgaben von 34,6 Mrd. DM hat. Die Differenz zwischen dem zusätzlichen Kreditbetrag und den Zinsaufwendungen ist der zusätzliche »Dispositionsspielraum« des Staates (102,6 Mrd. DM).

Man muss zu dem Komplementärfall IIa auch den Komplementärfall IIb bilden, in dem der Staat die zusätzlichen Ausgaben nicht mit Notenbankkrediten, sondern mit verzinslichen Kapitalmarktkrediten finanziert. Auf Seite 71 räumt *Filc* ein, dass der Staat im Komplementärfall IIb durch Kreditaufnahme auf den Finanzmärkten die gleiche Liquiditätswirkung erzielt wie im Fall IIa. Dennoch meint er, eine fiskalische Entlastung nachweisen zu können: »ist also«, so führt *Filc* fort, »unter fiskalischen Gesichtspunkten die Methodik der Zentralbankgeldbeschaffung zumindest nahezu irrelevant? Wer so rechnet, übersieht die Kumulation der Zinszahlungen in den Folgejahren. Um im Beispiel zu bleiben: Selbst wenn Tilgungen ... unberücksichtigt bleiben, stehen ... nach Ablauf von 10 Jahren einer um 137,2 Mrd. DM gestiegenen Staatsverschuldung 34,6 Mrd. DM Zinszahlungen entgegen«. Diese Beweisführung ist jedoch nicht schlüssig. Wenn der Komplementärfall IIb mit dem Komplementärfall IIa verglichen wird, dann darf man nicht vergessen, dass dem um 34,6 Mrd. DM höheren Zinsaufwand ein gleich hoher Ertrag aus dem auszuschüttenden Notenbankgewinn gegenübersteht. Wird der Komplementärfall IIb mit dem entsprechenden Substitutionsfall Ib verglichen, so zeigt sich, dass der Staat den gleichen Zinsmehraufwand hat wie beim Übergang vom Substitutionsfall Ia zum Komplementärfall IIa.

Ein weiteres Argument, das *Filc* wiederholt benutzt, bezieht sich nicht auf die fiskalische

Entlastung des Staates, sondern auf die expansiven Wirkungen der Staatsverschuldung. Bei der Geldschöpfung durch Gewährung von Refinanzierungskrediten an die Banken erhalten die Privaten, so *Filc*, »geborgtes« Zentralbankgeld, bei Geldschöpfung durch zinslose Notenbankkredite an den Staat erhielten dagegen die Privaten »geschenktes« Zentralbankgeld, weil sie dafür keine Zinsen zu zahlen hätten. Darüber hinaus hätten die Privaten ein höheres (Netto-)Geldvermögen, da sie keine Schulden bei der Notenbank hätten. Diese günstigere Vermögensposition würde die Realkapitalbildung anregen.

Auch diese Argumente halten einer kritischen Überprüfung nicht stand. Zunächst erhalten die Privaten das Zentralbankgeld keineswegs umsonst, wenn es der Staat ausgibt. Anders als bei der Erstausrüstung mit DM bei der Währungsreform müssen die Privaten Leistungen an den Staat erbringen, um das Notenbankgeld zu erhalten.

Darüber hinaus unterscheidet *Filc* bei seiner Argumentation nicht, ob die expansiven Wirkungen daraus resultieren,

- dass die Staatsdefizite zunehmen oder
- dass das erhöhte Staatsdefizit mit Notenbankkrediten und mit Kapitalmarktkrediten finanziert wird.

Geht es um die erste Frage, so ist es richtig, dass der private Sektor ein höheres Nettogeldvermögen hat. Die Frage ist aber, ob dieses zusätzliche Geldvermögen privates Produktivvermögen verdrängt, unberührt lässt oder sogar erhöht. Damit ist die Frage nach dem »crowding out« des Staatskredits gestellt. Sie ist sicherlich wichtig, wichtiger als die Frage nach dem Instrumentarium der Geldpolitik, doch wird sie bekanntlich äußerst kontrovers diskutiert.

Um dieses Problem ging es jedoch bei unserer Kontroverse nicht, in der die Frage diskutiert wurde, ob etwas dafür spricht, dass man die zusätzlichen Investitionen durch zinslose Notenbankkredite und nicht durch Kapitalmarktkredite finanziert. Diese Frage beantwortet *Filc* jedoch nicht. Der Verweis auf das Nettogeldvermögen des privaten Sektors und auf den Zinstransfer zwischen privatem Sektor und Staat ist nicht stichhaltig; zwar hat der private Sektor bei der Substitution von Refinanzierungskrediten durch zinslose Notenbankkredite an den Staat weniger Verbindlichkeiten und damit weniger Zinsaufwendungen gegenüber der Notenbank, doch befindet er sich in der gleichen Lage, wie wenn der Staat zusätzliche Ausgaben durch Kapitalmarktkredite finanziert und die Notenbank Finanzierungskredite an die Banken gibt. In diesem Fall hat der private Sektor zwar Schulden bei der Notenbank, dafür aber Forderungen gegenüber dem Fiskus; er hat zwar Zinsen an die Notenbank zu zahlen, erhält aber Zinseinnahmen vom Fiskus. Nettogeldvermögen und Nettozinstransfer

sind in beiden Fällen gleich. Damit sind auch in diesem Punkt die Thesen von *Filc* widerlegt.

### *3. Detailkritik am ersten Thesenpapier von W. Filc*

*Zu Seite 50, 1. Absatz:*

Hier werden in kameralistischer Weise Liquiditätseffekte und Einkommenseffekte vermengt. Selbstverständlich kann sich der Staat zusätzliche Mittel verschaffen, indem er oder seine Unternehmen Vermögen veräußern. Die Bundesbank könnte auch ihre Gold- und Devisenbestände verkaufen, die Gebietskörperschaften könnten ihre Unternehmen und Unternehmensbeteiligungen veräußern oder verpfänden und sogar ihre Verwaltungsgebäude an Private übertragen und von diesen mieten. Dies brächte dem Staat auf einen Schlag viel Geld, Die Frage ist nur, was ihn die Auflösung seines Vermögens an Mindereinnahmen in der Zukunft kostet.

*Seite 50, 2. Absatz:*

Durch den Rückgang des Diskontsatzes im Jahre 1977 sind zwar - für sich genommen - die Notenbankgewinne um 5,5 Mrd. DM niedriger ausgefallen, doch sind gleichzeitig auch die Zinsen auf dem Kapitalmarkt gesunken. Für die fiskalische Entlastung einer Substitution von Refinanzierungskrediten an die Banken durch zinslose Notenbankkredite an den Staat kommt es auf die Differenz zwischen Diskontsatz und Kapitalmarktzins an.

*Seite 50, Tabelle 2:*

Die bisherige Gewinnabführung ist für die Kontroverse völlig irrelevant, denn sie war in der Vergangenheit deshalb so niedrig, weil die Bundesbank zur Verteidigung des Wechselkurses, dessen Festsetzung in die Verantwortung der Bundesregierung fällt, Zentralbankgeld durch Ankauf von Devisen geschaffen hat.

*Seite 51, Tabelle 3:*

Diese Übersicht verdeckt mehr als sie offenlegt.



Erstens: Der »Verzicht« auf Geldschöpfung wegen der Senkung der Mindestreserve steht bei der Kontroverse über die Vorteilhaftigkeit von zinslosen Notenbankkrediten gar nicht zur Diskussion. Es sei aber angemerkt, dass die Mindestreservesätze vor 1974 zur Neutralisierung der Devisenzuflüsse kräftig angehoben worden waren. Die Beibehaltung der Spitzensätze hätte zwar eine fiskalische Entlastung erbracht, aber die Privaten dadurch belastet, dass die Banken die Reservehaltung in ihre Zinsmarge einkalkulieren.

Zweitens: Die Notenbank hätte bei Substitution der Refinanzierungskredite durch Notenbankkredite an den Staat nach den Vorschriften nicht den Überschuss im Auslandsgeschäft in Höhe von 30,9 Mrd. DM ausschütten können, da sie neben den Aufwertungsverlusten auch Verwaltungsaufwendungen hatte, Rückstellungen und Rücklagen bilden sowie Verlustvorträge ausgleichen musste. Sie hätte nur 7,6 Mrd. DM an den Bund abführen können, nämlich die tatsächliche Ausschüttung von 24,2 Mrd. DM minus 16,6 Mrd. DM Zinserträge aus den Refinanzierungskrediten, die bei der Substitution nicht angefallen wären.

Die Umwandlung von 67 Mrd. DM Refinanzierungskredite in einen zinslosen Staatskredit hätte für den Staat nicht nur den Verzicht auf die Gewinnausschüttung von 16,6 Mrd. DM bedeutet, sondern auch eine dauerhafte und erhebliche Minderung der Gewinnausschüttung in der Zukunft.

*Zu These 2:*

Wenn es darum ginge, die Privaten zu entlasten, dann wäre es der beste Weg, nicht dem Staat, sondern den Privaten zins- und tilgungsfreie Notenbankkredite zu gewähren. Wenn dagegen der Staat den zinslosen Kredit erhält, dann »spart« zwar der private Sektor Zinsaufwendungen an die Notenbank, muss dafür aber auf Zinsen aus den Krediten verzichten, die der Staat sonst zur Finanzierung seiner zusätzlichen Ausgaben aufgenommen hätte.

*Zu These 3:*

Auch hier handelt es sich um eine in diesem Zusammenhang unzulässige Partialbetrachtung. Wieder gilt: Der gleiche Effekt entstünde, wenn sich der Staat am Kapitalmarkt verschuldete.

*Zu These 4:*

Es ist zwar richtig, wie Filc darlegt, dass die amerikanische Methode de facto auf eine zinslo-

se Kreditgewährung an den Staat hinausläuft. Ebenso richtig ist aber auch, dass es gleichgültig ist, ob die Bundesbank Staatspapiere oder Industrieobligationen oder Bankschuldverschreibungen ankauft.

*Zu These 5:*

Diese These ist nicht haltbar: Es ist zwar gleichgültig, ob die Notenbank private oder staatliche verzinsliche Titel erwirbt, es ist jedoch nicht gleichgültig, ob die Notenbank zinslose bzw. zinsvergünstigte Kredite an Private oder an den Staat vergibt. Bei zinslosen Krediten an den Staat subventioniert sich der Fiskus nur selbst, er gewinnt nichts, verliert aber auch nichts. Zinslose Kredite an die Privaten bedeutet für den Staat jedoch einen Einnahmefall. Der Fiskus profitierte am meisten, wenn die Bundesbank Privaten keine Vergünstigungen einräumen und stattdessen ihre Gewinne maximieren würde.

*Zu These 9:*

Wenn die Bundesbank ihr Emissionsrecht ausübt, dann wird der zinslose Notenbankkredit de facto verzinslich, denn wer anders als der Bund hat für die Zinsaufwendungen der Notenbank wie auch für die Verwaltungsaufwendungen der Notenbank aufzukommen?

*Zu These 10.*

Wenn man der Argumentation folgt, dass der Staat bei seinen Investitionsentscheidungen nur den Nutzen und nicht die Zinskosten zu beachten habe, dann kann man ebenso gut fordern, dass der Staat auch andere Kosten ignorieren könne. Ebenso wie die Bundesbank hätten z.B. auch die übrigen öffentlichen Unternehmen ihre Leistungen an staatliche Stellen umsonst abzugeben. Davon kann jedoch keine Rede sein. Auch öffentliche Investitionen müssen auf sparsame Weise realisiert werden und müssen in ihrer Dringlichkeit gegen andere öffentliche Aufgaben und gegenüber privaten Aufgaben abgewogen werden. Auch der Staat muss sich klar werden, ob die öffentlichen Leistungen die Kosten wert sind, die durch die Beanspruchung von Ressourcen entstehen. Dies erreicht man dadurch, dass man den staatlichen Stellen die von ihnen verursachten Kosten in Rechnung stellt.

Dies spricht nicht dagegen, dass der Staat den Notenbankgewinn erhält, doch sollte er in den allgemeinen Haushalt fließen. Der Staat hätte dann zunächst zu entscheiden, ob er diese

Einnahmen zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben oder zur Minderung der Kreditaufnahme verwendet. Eine Entscheidung für zusätzliche Ausgaben bedeutet, dass dem Staat der mit den Ausgaben verbundene zusätzliche Nutzen mehr wert ist als der Nutzen der Ausgaben, die er in Zukunft tätigen könnte, wenn er auf Inanspruchnahme des Kreditspielraums verzichtet. In diesem Fall müsste er auch bereit sein, die dafür zu zahlenden Zinsen in Kauf zu nehmen.

## Literaturverzeichnis

- Albers, W.* (1981), Staatsverschuldung und Geld- und Kreditpolitik, in: Finanzarchiv, N.F. Bd. 21, S. 25 ff.
- Borchert, M.; Schulz, H.* (1975), Zur Finanzierung staatlicher Defizite, in: Wirtschaftsdienst, 55. Jg, S. 615 ff.
- Caesar, R.* (1980), Die Unabhängigkeit der Notenbank im demokratischen Staat, Argumente und Gegenargumente, in: Zeitschrift für Politik, N.F. Bd.27, S. 347ff.
- Caesar, R.* (1983), Staatsverschuldung und Geldmengenziele, in: Staatsfinanzierung im Wandel, hrsg. von K.-H. Hansmeyer, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F. Bd. 134, Berlin, S. 333ff.
- Caesar, R.* (1984), Staatsfinanzierung durch die Notenbank — Pro und Contra, in: Staatsfinanzierung und Notenbank, hrsg. y. K. Socher und Ch. Smekal, Wien
- Dickertmann, D.* (1982), Können Bundesbankgewinne problemlos zur Finanzierung von Haushaltsdefiziten verwendet werden?, in: Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 7, Berlin, S. 259ff.
- Duwendag, D.* (1983), Staatsverschuldung — Notwendigkeit und Gefahren, Baden-Baden
- Feldsieper, M.* (1983), Gibt es eine normale Staatsverschuldung?, in: Staatsfinanzierung im Wandel, hrsg. von K.-H. Hansmeyer, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, N.F. 134, Berlin, S. 311ff.
- Friedman, M.* (1969), The Optimum Quantity of Money. Chicago
- Friedman, M.* (1962), Should there be an Independent Monetary Authority?, in: In Search of a Monetary Constitution, ed. by LB. Yeager, Cambridge/Mass., S. 219ff.
- Häuser, K.* (1984), Widersinn des Bundesbankgewinns, in: Staat, Steuern und Finanzausgleich, Probleme nationaler und internationaler Finanzwirtschaften im zeitlichen Wandel, Festschrift für H. Kolms zum 70. Geburtstag, hrsg. von WAS, Koch; HG. Petersen, Berlin. S. 415 ff.
- Irmeler, H.* (1976), Die Zentralbank als «fiscal agent des Bundes und der Länder, in: Öffentliche Verschuldung und Kapitalmarkt, hrsg. von G. Bruns; K. Häuser, Frankfurt/M., S. 89ff.
- Johnson, H.* (1976), Probleme der Effizienz der Geldpolitik, in: ders., Beiträge zur Geldtheorie und Währungspolitik, Berlin
- Kath, D.* (1983), Der zinslose Notenbankkredit als Finanzierungsinstrument des Staates? in: Wirtschaftsdienst. 63. Jg., S. 357 ff.
- Milbradt, G.H.* (1975), Ziele und Strategien des debt management. Ein Beitrag zur Theorie der Optimalen Schuldenstruktur des Staates unter Einbeziehung der Notenbank, Baden-Baden
- Neumann, M.J.M.* (1981), Inflation Und Staatsverschuldung, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 101. Bd., S. 113ff.
- Pablke, J.* (1981). Staatliche Geldschöpfung als Einnahmequelle. in: Handbuch der Finanzwissenschaft. 3. Aufl., Bd. 111, Tübingen, S. 117ff.
- Pfleiderer, O.* (1972). Das Verhältnis von Geld- und Finanzpolitik und dessen institutionelle Regelung, in: Probleme der Staatsverschuldung, hrsg. y. H. Haller; W. Albers, Schriften des Vereins für Sozialpolitik. N.F. Bd.61, Berlin, S.9ff.
- Tobin, I.* (1978), Grundsätze der Geld- und Staatsschuldenpolitik, Baden-Baden
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen* (1979), Gutachten zur Schuldenstrukturpolitik des Staates, Bonn

# Replik zur Kritik von A. Gutowski, H.-H. Härtel und R. Schiller

von *Wolfgang Filc*, Trier

Die kontroverse Einschätzung der durch zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredit erzielbaren Entlastung öffentlicher Haushalte konnte nicht ausgeräumt werden. Auch andere Vorteile der Umstellung der Zentralbankgeldversorgung auf zinslosen Notenbankkredit, auf die hingewiesen wurde, werden von den Kritikern nicht akzeptiert. Die Frage der Entlastungswirkung steht aber im Mittelpunkt der Stellungnahme der Kritiker zu meinen Thesen. Andere Einwände bilden eher die Staffage dieser zentralen Kritik. So werden überaus bestimmt Argumente widerlegt, die nicht vorgebracht wurden oder nicht Gegenstand der Hamburger Diskussion waren, es wird kritisiert, dass Fragen nicht beantwortet werden, die jedoch weder von mir aufgeworfen wurden noch Inhalt der Symposien waren, und es wird auf vermeintliche Widersprüchlichkeiten hingewiesen. Diese Einschätzung der Widersprüchlichkeit folgt teilweise daraus, dass die Kritiker nicht immer streng zwischen zwei Fällen trennen, nämlich dem von mir so bezeichneten Substitutionsfall, bei dem Kapitalmarktkredite ersetzt werden durch gleichhohen zinslosen Notenbankkredit, und dem Komplementärfall wobei öffentliche Haushalte über von der Notenbank zinslos und tilgungsfrei bereitgestellte Mittel verfügen können, ohne die Kreditaufnahme an den Finanzmärkten zu verändern.

Auch diese Replik zur Stellungnahme der Kritiker wird Schwerpunkte setzen. Es ist einzugehen auf den von den Kritikern mit Nachdruck eingenommenen Standpunkt, zinsloser und tilgungsfreier Notenbankkredit ergebe, ausgenommen etwaiger Zinsdifferenzen, keinerlei Entlastung fiskalischer Haushalte. In diesem Zusammenhang sind Auswirkungen unterschiedlicher Formen der Finanzierung öffentlicher Ausgaben auf das Nettogeldvermögen und auf die Belastung des privaten Sektors darzulegen.

Die Kritiker bestreiten eine Ausweitung des finanziellen Handlungsspielraums öffentlicher Haushalte durch zinslosen Notenbankkredit. Sie sehen es als gleichwertig an, ob zusätzliche öffentliche Ausgaben durch Neuverschuldung an den Finanzmärkten mit künftiger Zinsbelastung aber voller Abführung von Zinserträgen der Notenbank aus Refinanzierungskrediten an Geschäftsbanken finanziert werden oder durch zinslosen und tilgungsfreien Notenbank-

kredit unter Fortfall der Abführung sonst möglicher Zinserträge der Notenbank.

Zur Begründung dieser These wird darauf abgezielt, die anhand der Beispielsrechnung in Tabelle 6 meiner Beiträge dargelegte Entlastung - und nur als hypothetisches Beispiel Ist dieses Rechenexempel zu verstehen - zu widerlegen. Der Vergleichbarkeit der gegensätzlichen Interpretationen der Ergebnisse dienlich ist es, dass sich auch die Kritiker in diesem Punkt auf den allein relevanten Komplementärfall beziehen, wenn also der zinslose Notenbankkredit zusätzlich neben die Kapitalmarktverschuldung tritt.

Unstimmigkeiten bestehen im Verständnis dessen, was als Entlastung öffentlicher Haushalte zu bezeichnen ist. An verschiedenen Stellen meiner Beiträge für die Symposien wird dargelegt, dass zur Bemessung der Entlastungswirkung zweierlei zu berücksichtigen ist, nämlich die Liquiditätswirkung und der Zinsaufwand alternativer Finanzierungsformen. Als Liquiditätswirkung wird die Zuführung liquider Mittel zu öffentlichen Haushalten bezeichnet. Sie kann vollzogen werden durch Kapitalmarktverschuldung, durch zinslosen Notenbankkredit oder durch Gewinnabführung der Zentralbank. Die Liquiditätswirkung gibt mithin Auskunft über zusätzliche finanzielle Mittel öffentlicher Haushalte. Unberücksichtigt bleibt hierbei, ob die Liquiditätszuführung von Zinsendienst gebunden wird oder bereitsteht für zusätzliche Ausgaben für Güter und Dienstleistungen. Selbstverständlich kann ein Liquiditätsvorteil höheren zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredits gegenüber der Abführung von Erträgen der Zentralbank aus Refinanzierungskrediten an Geschäftsbanken durch eine zusätzliche Kreditaufnahme der öffentlichen Hand an Finanzmärkten ausgeglichen werden. Aber das kostet Zinsen.

Zur Bestimmung des Gesamteffekts ist deshalb neben der Liquiditätswirkung die Bindung von Einnahmen durch den Zinsendienst zu berücksichtigen. Jene Finanzierungsform wird als vorteilhafter bezeichnet, die entweder eine geringere Liquiditätszuführung oder aber weniger Zinszahlungen erfordert, um dieselbe Ausweitung des Dispositionsspielraums öffentlicher Haushalte zu erzielen. Denn aus fiskalischer Sicht ist es gleichwertig, ob zusätzliche Mittel erforderlich sind, um bei gleichen Zinsaufwendungen einen geringeren Liquiditätseffekt auszugleichen, der sich gegenüber einer anderen Finanzierungsform ergibt, oder um höhere Zinsaufwendungen bei gleicher Liquiditätszuführung zu finanzieren. In beiden Fällen stehen diese Mittel für Sach- und Personalausgaben nicht zur Verfügung.

Meiner zur Verdeutlichung der Entlastung in Tabelle 6 dargestellten Beispielsrechnung (Fall IIa) stellen die Kritiker eine Konstruktion gegenüber (Fall IIb), von der behauptet wird, sie sei im Ergebnis völlig gleichwertig. Der Übersichtlichkeit halber sind diese beiden Finanzier-

Liquiditätseffekt, Zinsbelastung und Dispositionsspielraum öffentlicher Haushalte bei alternativer Zuführung von Zentralbankgeld (Mrd. DM)

	F a l l		
	IIa (Filc)	IIb (Kritiker)	IIc (Filc)
Kapitalmarktkredite an öffentliche Haushalte	137,2	274,4	274,4
+ Gewinnabführung der Notenbank	0	34,6	0
+ Notenbankkredite an öffentliche Haushalte	137,2	0	137,2
- Liquiditätseffekt	274,4	209,0	411,6
- Zinsausgaben öffentliche Haushalte	34,6	69,2	69,2
- Ausweitung des Dispositionsspielraums öffentliche Haushalte	239,8	239,8	342,4

ungsformen in der folgenden Tabelle wiedergegeben. Gemeinsam haben beide Fälle eine gleichhohe Ausweitung des Dispositionsspielraums öffentlicher Haushalte, also jener Mittel, über die frei verfügt werden kann. Das aber ist die einzige Gemeinsamkeit. Unterschiede bestehen in der Finanzierung, der erforderlichen Liquiditätszuführung und der Zinsbelastung öffentlicher Haushalte.

Im Ausgangsfall (IIa) wird öffentlichen Haushalten Liquidität zu gleichen Teilen durch Kapitalmarktkredite und zinslosen sowie tilgungsfreien Notenbankkredit zugeführt. In Fall der Kritiker (IIb) ergibt sich die Liquiditätswirkung aus Kapitalmarktkrediten und Gewinnabführungen der Notenbank. Neben wichtigen Unterschieden — etwa unterschiedlicher Belastung der Privaten — haben Gewinnabführung der Notenbank und zinsloser sowie tilgungsfreier Notenbankkredit an öffentliche Haushalte zwei Gemeinsamkeiten. In beiden Fällen handelt es sich um Transfers der Notenbank an den Fiskus, und berührt wird zunächst allein das Verhältnis zwischen öffentlichen Haushalten und Zentralbank. Gewinnabführung und zinsloser Notenbankkredit sind gleichermaßen Quelle zinsloser und tilgungsfreier Finanzierung öffentlicher Ausgaben. Gewinnabführung und zinsloser Notenbankkredit an öffentliche Haushalte haben deshalb insbesondere unter fiskalischen Gesichtspunkten mehr Gemeinsamkeiten als Unterschiede.

Sowohl das Liquiditätskriterium als auch die Zinsbelastung zeigt, dass zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben der zinslose Notenbankkredit (Fall IIa) der Kombination aus Verschuldung gegenüber den Privaten und Gewinnabführung der Notenbank (Fall IIb) überlegen ist. Zur Erzielung derselben Ausweitung des Ausgabenspielraums ist bei zinslosem Notenbankkredit eine geringere Liquiditätszuführung erforderlich als bei Abführung von Zinserträgen der Zentralbank aus Refinanzierungskrediten an öffentliche Haushalte. Die Kritiker jedoch erachten beide Finanzierungsformen als gleichwertig. Die Zinsausgaben der öffentlichen Hand sind bei einer Umstellung der Zentralbankgeldversorgung von verzinslichen Refinanzierungskrediten auf zinslosen Notenbankkredit nur halb so hoch. Die Kritiker dagegen vermögen keinerlei fiskalischen Vorteil des diskutierten Finanzierungsinstruments zu erkennen.

Die von den Kritikern als gleichwertig bezeichnete Finanzierung öffentlicher Ausgaben verlangt eine doppelt so hohe Zunahme der Verschuldung öffentlicher Haushalte gegenüber Privaten, wie sie bei zinslosem Notenbankkredit erforderlich ist. Diese zusätzliche Kreditaufnahme in Höhe von 137,2 Mrd. ist notwendig, um höhere Zinsausgaben und die geringe Liquiditätszuführung im Vergleich zum zinslosen Notenbankkredit zu finanzieren. Dagegen bleibt keine Mark übrig für zusätzliche Sach- und Personalausgaben oder für Transferzah-



lungen öffentlicher Haushalte an Private. Der zinslose Notenbankkredit entlastet öffentliche Haushalte in der Beispielsrechnung gegenüber der von den Kritikern als gleichwertig erachteten alternativen Finanzierungsform um 102,6 Mrd. DM. Dieser Betrag ermittelt sich als Differenz zwischen zinslosem Notenbankkredit an öffentliche Haushalte (Fall IIa) und sonst abgeführter Zinserträge der Zentralbank aus Refinanzierungskrediten an Geschäftsbanken (Fall IIb). Von den Kritikern aber wird diese Rechnung nicht als Beleg einer Entlastung öffentlicher Haushalte akzeptiert.

Sie erachten es unter fiskalischen Gesichtspunkten als vollständig gleichwertig, wenn öffentliche Haushalte die höhere Liquiditätswirkung und die geringere Zinsbelastung einer Finanzierung mit zinslosem Notenbankkredit durch weitere Verschuldung gegenüber Privaten an Finanzmärkten ausgleichen. In der Zukunft weiter wachsende Belastungen öffentlicher Haushalte durch den Schuldendienst erfordern in ihrer Sichtweise schlicht weitere Staatsverschuldung. Allenfalls könne es zu zeitweiligen Verklemmungen an den Finanzmärkten kommen, für deren Lösung die Zentralbank Sorge zu tragen habe. Es hat den Anschein, als teilten die Kritiker zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredits nicht die Befürchtung jener, die aus steigen der Staatsverschuldung die Gefahr einer Überforderung von Finanzmärkten erwachsen sehen. Dann ist es in der Tat unter rein fiskalischen Gesichtspunkten wenig bedeutsam, ob öffentliche Haushalte Ausgaben für Zinsen, für den Kauf von Gütern, die Bezahlung von Arbeitsleistungen und zur Abdeckung geringerer Liquiditätseffekte durch Eingehen zusätzlicher Verbindlichkeiten gegenüber Privaten finanzieren und dafür Zinsen zu entrichten haben oder ob Mittel durch Transfers der Notenbank unverzinslich und tilgungsfrei bereitgestellt werden. Aber steigende Inanspruchnahme der Finanzmärkte durch zunehmende Staatsverschuldung und die Notwendigkeit der Finanzierung von Zinsausgaben durch Neuverschuldung der öffentlichen Hände war es ja gerade, was die Anstrengungen zur Rückführung der staatlichen Nettokreditaufnahme auslöste und Anlass gab zur Diskussion neuer, die Finanzmärkte und öffentliche Budgets nicht belastender, Finanzierungsformen.

Sollte die Finanzierung von Staatsausgaben jedweder Art durch Inanspruchnahme der Kreditmärkte dennoch in beliebiger Höhe problemlos sein, wie es die Kritiker darzustellen suchen, so können die bisher dargelegten beiden Fälle um eine Variante erweitert werden. Im Zehnjahreszeitraum der Beispielsrechnung könnte neben den zinslosen Notenbankkredit eine gleichhohe zusätzliche Kreditmarktverschuldung treten (Fall IIc), wie sie auch im Beispiel der Kritiker erforderlich ist, dort allerdings, um die geringere Liquiditätswirkung und die höhere Zinsbelastung ihres Finanzierungsvorschlags im Vergleich zum zinslosen Noten-

bankkredit auszugleichen. Wie im Fall der Kritiker sind dann 69,2 Mrd. DM Zinsen zu zahlen. Aber bei gleichhoher Verschuldung fiskalischer Haushalte gegenüber Privaten und gleichgroßen Zinsaufwendungen wie im Beispiel der Kritiker verbleiben öffentlichen Haushalten in diesem Fall 102,6 Mrd. DM zur freien Verwendung. Ich bezeichne das als Entlastungseffekt. Die Kritiker dagegen vermögen keine Entlastung öffentlicher Haushalte durch zinslosen Notenbankkredit zu erkennen.

Wenn Transfers in Form zinsloser Notenbankkredite eine Entlastung öffentlicher Haushalte abgesprochen wird, wie die Kritiker das tun, so könnte mit ähnlicher Begründung eine Ausweitung des finanzwirtschaftlichen Handlungsspielraums des Bundes durch Gewinnabführung der Bundesbank in Frage gestellt werden. Denn selbstverständlich gilt auch bei dieser Form von Transferzahlungen der Notenbank, dass bei alternativer Thesaurierung von Bundesbankgewinnen die dann fehlende Liquiditätszuführung zum Bundeshaushalt ausgeglichen werden kann durch zusätzliche Verschuldung an den Finanzmärkten. Gegen diese Analogie könnte eingewandt werden, dass die Abführung von Zinserträgen aus der Kreditgewährung der Zentralbank an inländische Geschäftsbanken letztlich einen Einkommens- oder Vermögenstransfer von privaten Wirtschaftseinheiten des Inlands auf öffentliche Haushalte darstellt. Aber in beiden Fällen ist die Bereitstellung von Mitteln der Zentralbank an öffentliche Haushalte Ergebnis des Zentralbankgeldschaffungsmonopols der Notenbank. Aus fiskalischer Sicht ist es unerheblich, ob die zinslose und tilgungsfreie Zuführung von Mitteln der Zentralbank an öffentliche Haushalte vollzogen wird durch Gewinnabführung oder durch zinslosen »ewigen« Kredit.

Dennoch ist es notwendig, zwischen zinslosem Notenbankkredit an öffentliche Haushalte und verzinslichen Krediten an Geschäftsbanken als Quelle der Zentralbankversorgung zu unterscheiden. Die Kritiker favorisieren die verzinsliche Form der Zentralbankgeldbereitstellung durch Verschuldung Privater gegenüber der Zentralbank als Teil des öffentlichen Sektors. Im Beispiel (Fall IIb) erfordert das Zinszahlungen der Privaten in Höhe von 34,6 Mrd. DM, die dann dem Staatshaushalt einverleibt werden. Gewinne der Zentralbank aus Refinanzierungskrediten machen Private im Augenblick der Gewinnentstehung ärmer, d.h. sie vermindern die Forderungen oder sie erhöhen die Verbindlichkeiten Privater gegenüber dem öffentlichen Sektor in gleicher Weise wie Steuerzahlungen. Angebotsorientierten Ökonomen sollte es ein rechter Gräuel sein, auf der einen Seite eine Entlastung Privater durch Steuersenkung zu fordern, auf der anderen Seite aber zunehmende Belastung Privater durch Zinszahlungen an die Zentralbank hinnehmen zu müssen. Die Kritiker zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredits an öffentliche Haushalte, auch mit dem Ziel einer den priva-

ten Sektor nicht belastenden Form der Zentralbankgeldversorgung, teilen diese Befürchtung offensichtlich nicht. Sie empfehlen die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge durch Kreditgewährung der Notenbank an Private, mit der Folge eines wachsenden Zinsstroms zur Bundesbank und zunehmender Belastung des privaten Sektors. Darüber hinaus wird kritisiert, es sei übersehen worden, dass aus fiskalischer Sicht eine Gewinnmaximierung der Bundesbank am vorteilhaftesten sei. Zunächst ist anzumerken, dass Gewinnmaximierung einer Zentralbank Belastungsmaximierung der Privaten erfordert. Zudem kommt es aus finanzwirtschaftlicher Sicht auf die Maximierung zinsloser und tilgungsfreier Mittelzuführung der Zentralbank an öffentliche Haushalte an, nicht auf die Maximierung von Bundesbankgewinnen. Hierbei erweist sich der zinslose Notenbankkredit als dauerhaft ergiebiger als die sonst mögliche Abführung von Zinsen der Zentralbank aus Krediten an die Privatwirtschaft, wenn von unrealistischen Kombinationen von Zinssätzen für Refinanzierungskredite und Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge abgesehen wird.

Kontrovers bleiben auch Vermögenseffekte alternativer Formen der Zentralbankgeldbereitstellung und der Finanzierung öffentlicher Ausgaben. Die Kritiker bestreiten eine Ausweitung des Nettogeldvermögens und eine Entlastung des privaten Sektors bei Realisierung des diskutierten Finanzierungsinstrumentes. Damit zielen die Kritiker darauf ab, jeden expansiven Effekt einer Umstellung der Zentralbankgeldversorgung von verzinslichen Refinanzierungskrediten auf zinslosen Notenbankkredit an öffentliche Haushalte zu widerlegen. Es sind zwei die wirtschaftliche Aktivität belebende Effekte der Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben durch zinslosen Notenbankkredit zu unterscheiden. Erhöht sich bei gleichhoher Kreditmarktverschuldung der Dispositionsspielraum der öffentlichen Hand, so kommt ein expansiver Ausgabeeffekt zum Zuge. Er erfasst Einkommenswirkungen in der Periode der Verausgabung zusätzlicher Mittel für Güter und Leistungen. Die Kritiker bestreiten einen Ausgabeeffekt, weil es nach ihrer Meinung zu keiner Entlastung öffentlicher Haushalte kommt. Dennoch kann auch dann bei einer Zentralbankgeldversorgung durch zinslosen Notenbankkredit an öffentliche Haushalte anstelle verzinslicher Kredite der Notenbank an Private ein die wirtschaftliche Aktivität anregender Impuls verbleiben. Dieser Effekt tritt auf, wenn ein gleichgerichteter Zusammenhang zwischen dem Nettogeldvermögen und dem Sachvermögen der Privaten besteht und wenn durch die diskutierte Änderung des Weges der Zentralbankgeldbereitstellung das Nettogeldvermögen der Privaten ausgeweitet wird. Denn dadurch werden Private veranlasst, eine vordem als optimal erachtete Komposition ihres Reinvermögens durch Ausweitung der Nachfrage nach Gegenständen des Sachvermögens wiederherzustellen. Das Bestreben der Kritiker, jeden positiven Aspekt zins-

losen Notenbankkredits zu widerlegen, veranlasst sie auch, derartige Vermögenseffekte zu bestreiten.

Trotz aller Kontroversen dürfte es unstreitig sein, dass über die instrumentelle Seite hinaus eine Zentralbank allein auf drei Wegen Geld bereitstellen kann. Erstens kann Zentralbankgeld verkauft werden, etwa durch Devisenerwerb der Notenbank, durch Kauf von Grundstücken und Gebäuden oder durch Bezahlung von Arbeitskräften. Zweitens kann Zentralbankgeld kreditiert werden, etwa durch Beleihung von Handelswechslern. Drittens kann Zentralbankgeld durch Transfers bereitgestellt werden, so durch Schenkung von Zentralbankgeld, wie sie bei der Währungsreform vollzogen wurde und wie sie nun erneut in die Diskussion eingebracht wird.

Erhalten öffentliche Haushalte von der Notenbank Zentralbankguthaben zinslos und tilgungsfrei eingeräumt, also gleichsam »geschenkt«, so verändert sich die Nettoposition der Privaten gegenüber dem staatlichen Sektor zunächst nicht. Weder der private noch der staatliche Sektor wird dadurch »reicher« oder »ärmer«. Zu berücksichtigen ist, dass Notenbank und öffentliche Haushalte den staatlichen Sektor einer Volkswirtschaft bilden, ebenso wie sich der private Sektor aus privaten Haushalten und privaten Unternehmen zusammensetzt. Die Deutsche Bundesbank gehört dem Bund, und private Unternehmen sind Eigentum privater Haushalte. Gläubiger-Schuldner-Beziehungen zwischen Zentralbank und öffentlichen Haushalten oder zwischen Unternehmen und Haushalten des privaten Sektors sind deshalb intrasektorale Vorgänge. Sie lassen die Nettoposition der Sektoren gegeneinander unverändert. Erst Zahlungen öffentlicher Haushalte aus zinslos eingeräumtem Zentralbankgut haben berühren das Nettogeldvermögen des privaten Sektors. Hierbei sind unterschiedliche Verwendungsmöglichkeiten dieser Mittel denkbar. Werden Zentralbankguthaben von öffentlichen Haushalten am Geldmarkt verzinslich ausgeliehen, so bleibt dadurch die Höhe des Nettogeldvermögens der Privaten unverändert, weil zusätzlichen Forderungen gegenüber der Zentralbank höhere Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gegenüberstehen. Diese Verwendung der Zentralbankguthaben der öffentlichen Hand ist vergleichbar mit einer unmittelbaren Bereitstellung von Zentralbankgeld durch Refinanzierungskredite der Notenbank an Geschäftsbanken. Ferner können durch zinslosen Notenbankkredit bereitgestellte Zentralbankguthaben von öffentlichen Haushalten für Transferzahlungen an Private verwendet werden, etwa für Subventionen oder für Sozialleistungen. Derartige einseitige Vermögensübertragungen weiten das Nettogeldvermögen des privaten Sektors gleichwertig aus, und sie sind gleichzusetzen mit einer Schenkung von Zentralbankgeld an Private unter Einschaltung öffentlicher Haushalte. Schließlich kann der zinslose Noten-

bankkredit für zusätzliche Personal- und Sachausgaben öffentlicher Haushalte eingesetzt werden. Zentralbankgeld wird dann durch Käufe von Gütern und Leistungen des staatlichen Sektors beim privaten Sektor bereitgestellt. Auch bei dieser Verwendung von Zentralbankguthaben öffentlicher Haushalte wird das Nettogeldvermögen Privater ausgeweitet, allerdings durch das Erbringen von Leistungen.

Der zinslose und tilgungsfreie Notenbankkredit soll den Handlungsspielraum öffentlicher Haushalte erhöhen. Richtig ist - und hierbei ist den Kritikern selbstverständlich zuzustimmen -, dass der private Sektor durch dieses Instrument Zentralbankgeld nur dann geschenkt erhält, wenn die öffentlichen Hände auf diese Weise von der Zentralbank bereitgestellte Mittel für Transferzahlungen an Unternehmen oder private Haushalte einsetzen. Aber auf diese nützliche Unterscheidung der Verwendung von Zentralbankguthaben für Zahlungen öffentlicher Haushalte aus unterschiedlichen Anlässen war nicht abgestellt worden, sondern auf Vermögenseffekte bei einer Ersetzung von Refinanzierungskrediten durch zinslosen Notenbankkredit an öffentliche Haushalte. Und hierbei gilt, dass die Verfügung über Zentralbankguthaben öffentlicher Haushalte für Transferzahlungen oder für den Kauf von Gütern und Leistungen das Nettogeldvermögen der Privaten ausweitet, während die Bereitstellung von Zentralbankgeld durch Zentralbankkredite an Private die Nettoposition des privaten Sektors gegenüber dem staatlichen Sektor nicht verändert, gleichhohe Verschuldung öffentlicher Haushalte an den Finanzmärkten vorausgesetzt.

Nicht nachvollziehbar ist daher die Einschätzung der Kritiker, Nettogeldvermögen und Nettozinstransfer seien gleich, unabhängig davon, ob an der Zentralbankgeldversorgung über Refinanzierungskredite festgehalten oder ob sie auf zinslosen Notenbankkredit an öffentliche Haushalte umgestellt wird. Bei gleichhoher Kreditmarktverschuldung öffentlicher Haushalte sind bei zinslosem Notenbankkredit die Nettozinseinnahmen der Privaten höher, und das Nettogeldvermögen der Privaten wird ausgeweitet, wie ein Vergleich der Fälle IIb und IIc in vorstehender Tabelle zeigt.

Ein Ersatz von Refinanzierungskrediten der Notenbank durch Zentralbankgeldversorgung über zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredit an öffentliche Haushalte kann deshalb infolge des Anstiegs des Nettogeldvermögens des privaten Sektors nachfragebelebende Wirkungen zeitigen. Zudem sinken die Kosten der Geldhaltung Privater in Höhe sonst für Refinanzierungskredite zu zahlender Zinsen. Die staatliche Abschöpfung eines Gewinns aus dem Zentralbankgeldschaffungsmonopol durch Belastung Privater, die sich schwer rechtfertigen lässt und als ineffiziente Besteuerung der Geldhaltung mit abträglichen allokativen Wirkungen bewertet wird, entfielen. Auch deshalb kann die Gleichwertigkeit verschiedener

Wege der Zentralbankgeldversorgung und der Finanzierung öffentlicher Haushalte, wie das die Kritiker darzulegen suchen, nicht akzeptiert werden.

Die Kritiker begnügen sich nicht mit einer argumentativen Ablehnung zinslosen und tilgungsfreien Notenbankkredits zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben, sondern sie sehen sich hierbei in Übereinstimmung mit der einschlägigen Literatur. Verwiesen wird auf einen Beitrag von Kath <sup>1</sup> und auf das grundlegende Werk über Beziehungen zwischen Staatsschuldenpolitik und Geldpolitik von Tobin <sup>2</sup>, Der sorgfältige Leser wird in beiden Arbeiten wenig Hinweise finden, welche die Position der Kritiker zu stützen vermögen. Das Gegenteil ist der Fall. So ist bei Kath in diesem Zusammenhang nachzulesen (S. 360):

»Da die Zentralbank zum staatlichen Sektor gehört, bleibt das Schuldenniveau des Staates per Saldo unverändert, weil jedoch der Anteil der verzinslichen zugunsten der unverzinslichen Staatsschuld abnimmt, sinkt die Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte. Der zinslose Zentralbankkredit an den Staat ist demnach ein Mittel, um die Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte zu vermindern.«

Tobin fasst in dem Abschnitt, auf den die Kritiker zur Bekräftigung ihrer Argumentation hinweisen, die Anforderungen an eine optimale Kombination 'on Geldpolitik und Staatsschuldenpolitik unter dem Kriterium der »Minimierung der Zinskosten des Finanzministeriums auf lange Sicht« (S. 120) zusammen. Hierzu, so Tobin, sei ein mit Haushaltsdefiziten wachsender Bestand an Wertpapieren der öffentlichen Hand bei der Zentralbank erforderlich. Tobin bemerkt dann weiter (S. 121):

»Ein Grundbestand an Wertpapieren, der von der Zentralbank gehalten wird, stellt eine dauerhafte Monetisierung der Staatsverschuldung dar und es wäre bequemer, diesen in ein besonderes innerstaatliches Schuldverhältnis mit einem Nullzins oder nur einem symbolischen Zins umzuwandeln.«

Das sind deutliche Aussagen. Sie stützen die Position der Kritiker nicht. Ebenso wenig vermögen mich die Argumente der Kritiker, insbesondere soweit sie sich auf den Entlastungseffekt beziehen, zu überzeugen.

1 Kath, D., Der zinslose Notenbankkredit als Finanzierungsinstrument des Staates?, in: Wirtschaftsdienst, H. VII11983, S. 351ff.

2 Tobin, J., Grundsätze der Geld- und Staatsschuldenpolitik, Baden-Baden 1978

## Anhang

Auszug aus der Regierungserklärung von Dr. *Klaus von Dohnanyi*,  
abgegeben vor der Hamburger Bürgerschaft am 23. Februar 1983

Den wachsenden staatlichen und kommunalen Aufgaben in der Beschäftigungspolitik stehen stagnierende und in einigen Bereichen ständig sinkende öffentliche Einnahmen gegenüber.

Der Staat ist in der Tat einer fatalen finanziellen Scherenbewegung ausgesetzt: Während die wirtschaftliche Entwicklung rückläufig ist und die öffentlichen Unternehmen entsprechend zurückbleiben, stellt gerade diese wirtschaftliche Entwicklung zusätzliche Ansprüche an die öffentlichen Ausgaben. Die Folgelasten des unterlassenen Umweltschutzes, industrieller Fehlplanungen und der Krise der Weltwirtschaft werden zwangsläufig immer in erster Linie dem Staat aufgebürdet.

Zugleich ist aber die Steuerquote abgesunken. Zwar sind die Abgaben für Arbeitslosenversicherung, für Krankenversicherung und für die Rentenversicherung gestiegen, aber der Anteil der Steuern am Bruttosozialprodukt lag im Jahre 1982 um rund 11/2 Punkte unter der Steuerquote der frühen 60er Jahre. Dies bedeutet ein Minus an Steueraufkommen der öffentlichen Hände von über 20 Milliarden DM im Jahr.

Hier wird die widersprüchliche Entwicklung besonders offenkundig: Auf der einen Seite haben wir eine ungewöhnlich hohe Sparquote, auf der anderen Seite stagniert die private Nachfrage, stagnieren folglich die privaten Investitionen.

Auf der einen Seite muss der Senat ausgleichen, was der private Sektor nicht mehr allein leisten kann; auf der anderen Seite stehen dem Staat immer weniger Mittel zur Bewältigung dieser Aufgabe zur Verfügung.

Unter diesen Umständen ist es nicht verwunderlich, dass in der ganzen industrialisierten Welt die Lücken der öffentlichen Haushalte immer größer werden. Überall wachsen die Staatsdefizite. Überall werden sie mit Krediten geschlossen. Zins- und Tilgungslasten werden überall ein immer größeres Hemmnis auf dem Weg zur Rückkehr zu einem gesamtwirtschaftlich vernünftigen Wachstumspfad.

Der Senat wird seine Finanzpolitik in den kommenden Jahren nach folgenden Grundsätzen ausrichten:

1. Aufgabenerfüllung mit äußerster Sparsamkeit, d.h. ggf. auch mit sinkenden Standards. Nicht alle bisherigen Maßstäbe werden zukünftig gehalten werden können. Gerechtere Verteilung der Lasten. Auf diesem Hintergrund: Stärkung der öffentlichen Nachfrage.
2. Verbesserung der Einnahmen der öffentlichen Hände durch eine gerechtere und effektivere Steuerpolitik sowie durch den Abbau unzumutbarer Subventionen, wodurch eine Steuerquote bei etwa 25 % gesichert werden soll.
3. Bemühungen um eine volkswirtschaftlich sinnvollere Defizitfinanzierung.

Das im August 1981 beschlossene Stabilitätskonzept bleibt also für den Senat weiterhin Handlungsgrundlage.

Angesichts der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und angesichts der Hamburg belastenden Folgen, die mit einer Reihe von Sparbeschlüssen der Bundesregierung für die kommunalen Haushalte verbunden waren, hält es der Senat jedoch für ausgeschlossen, dass der im August 1981 ins Auge gefasste Ausgleich des Betriebshaushaltes bis zum Jahre 1985 erreicht werden kann. Es sollte in diesem Hause keinen Zweifel daran geben, dass auch durch Sparmaßnahmen, solange diese in verantwortlicher Weise ergriffen werden, dieser Ausgleich bis 1985 nicht zu schaffen ist.

Und zwar einmal wegen der Erwartung geringerer Steuereinnahmen, und zum anderen wegen der zusätzlichen Aufgaben und Ausgaben im Bereiche von Beschäftigung, Ausbildung und den sozialen Folgen der Arbeitslosigkeit, denen sich der Staat nicht entziehen darf und kann.

Was die Einnahmen der Stadt angeht, so habe ich die Gebühren- und Realsteuerpolitik des Senates bereits erläutert.

Die Einnahmen der Stadt sind aber wesentlich durch bundespolitische Entscheidungen bestimmt. Hamburg hat durch die Finanzreform des Jahres 1969 erhebliche Einnahmeeinbußen erlitten. Unsere Untersuchungen weisen nach, dass Hamburg durch die Steuerreform 1969, durch den Wegfall der Lohnsummensteuer und durch die Zerlegung der Lohn- und Einkommensteuer wachsende Beiträge zum tatsächlichen Länderfinanzausgleich geleistet hat. Die Überweisungen im Länderfinanzausgleich 1982 betragen 370 Millionen DM.

Der Senat bereitet durch eine Arbeitsgruppe die zu erwartende bundespolitische Debatte über die Steuerreform und den Länderfinanzausgleich vor.

Der Senat wird sich bundespolitisch weiterhin für mehr Steuergerechtigkeit einsetzen. Wir streben den Abbau steuerlicher Subventionen, z.B. den progressiv wirkenden Schuldzinsabzug beim Bauherrenmodell an. Der Senat fordert eine echte Ergänzungsabgabe für Besserverdienende und die Abschaffung der progressiv wirkenden Entlastungsmaßnahmen bei Kinderfreibeträgen.

Der Senat wird eine sinnvolle personelle Verstärkung des Betriebsprüfungsdienstes fortführen und damit Steuerbeitreibungen und Steuergerechtigkeit verbessern.



Der Senat wird den Abbau der Steuerrückstände forcieren und dabei das notwendige Augenmaß dennoch bewahren, um Betriebe nicht in die Illiquidität zu treiben.

Aber ich unterstreiche: Steuerhinterziehung ist kein Kavaliersdelikt. Die Steuerstrafen müssen sogar wesentlich verschärft werden.

Sparsamkeit und eine gerechtere Ausschöpfung der Einnahmemöglichkeiten des Staates allein werden die Finanzierungslücken nicht schließen. Die weitere Verschuldung der Gebietskörperschaften ist angesichts der Wirtschaftskrise absehbar.

Die öffentliche Finanzpolitik wird damit heute vor Alternativen gestellt, die politisch im Grunde beide nicht annehmbar sind. Und zwar gilt dies sogar dann, wenn in den kommenden Jahren wieder kontinuierlich positive Wachstumsraten erzielt werden.

Ich will das begründen:

Entweder erfüllt der Staat heute seine Verpflichtung zur sozialen Steuerung des Strukturwandels: dann tut er dies erkennbar zu Lasten der Zukunft. Wenn der Staat z.B. heute zusätzliche Ausbildungsplätze kreditär finanziert, dann hat das zwangsläufig zur Folge, dass er die Haushalte von morgen mit Zinsen und Tilgungen immer weiter belastet. Soll er dann morgen Schulen und Universitäten möglicherweise qualitativ nicht mehr in vollem Umfang aufrechterhalten können? Das können wir nicht wollen und werden wir auch nicht tun.

Unterlässt aber der Staat heute, den unvermeidlichen Strukturwandel sozial zu steuern, und das heißt ihn auch zu finanzieren, um die zukünftigen Haushalte nicht durch weitere Zinsen und Tilgungen zu belasten: dann werden wir einmal immer tiefer in die Arbeitslosigkeit abgleiten und damit zugleich verhindern, dass wichtige gesellschaftliche Aufgaben (wie Umweltschutz, Energie- und Wasserversorgung) gelöst werden können. Aber wir wurden auch durch die sich dann verstärkende wirtschaftliche Misere Steuerkraft und Leistungsfähigkeit des Staats für morgen gefährden.

Was aber heißt noch mehr Verschuldung im heutigen System?

Die Folgen einer weiter wachsenden Verschuldung zu den heutigen Kapitalmarktbedingungen für die zukünftigen Betriebs Haushalte sind berechenbar.

Und unsere Berechnungen ergeben klar:

Wenn wir die öffentliche Verschuldung in den kommenden Jahren in Bund, Ländern und Gemeinden wie bisher weiter ansteigen lassen, dann werden wir, und zwar auch bei weiter sinkenden Zinsen, nicht nur den Spielraum für zusätzliche Maßnahmen verlieren, sondern dann wird uns auch der Atem für die Fortführung der bisherigen Politik ausgehen.

Heißt das also, Abbau der Defizite jetzt?

Heißt das Konsolidierung?

Kann der Staat eine Wirtschafts- und Finanzpolitik heute verantworten, die trotz niedriger Preissteigerungsraten und angesichts einer völlig unzureichenden Auslastung bestehender Produktionskapazitäten und wachsender Arbeitslosigkeit, zusätzliche Kreditfinanzierung unterlässt, obwohl diese die Arbeitslosigkeit vermindern, eine soziale Steuerung des Strukturwandels ermöglichen und keine inflationären Impulse auslösen würde?

Dürfen wir den Wald jetzt sterben lassen, weil eine 1 700-Milliarden-Bruttosozialprodukt-Gesellschaft heute nicht das Geld hat, um die notwendigen Schutzmaßnahmen in der Größenordnung von einigen Milliarden D-Mark zu treffen?

Wer so handelt, handelt ebenso unverantwortlich wie phantasielos.

Nun wird die heutige Finanzlage der öffentlichen Hände gerne politischen Fehlern des vergangenen Jahrzehnts zugeschrieben, obwohl der internationale Vergleich ja zeigt, dass es so einfach nicht ist.

Aber selbst wenn es richtig wäre, dass die heutige Lage durch frühere Fehler herbeigeführt wurde: Dürfen wir dann die Enkelkinder für diese angeblichen Fehler der Väter so folgenreich verantwortlich machen?

Unsere Welt wird durch die Phantasie der Wissenschaftler und Ingenieure im Sturmschritt verändert. Wenn die Politik dann nicht ihre Phantasie mit gleicher Kraft entgegenstellt, das heißt: Wenn wir uns außerstande sehen, Menschen, die arbeiten wollen, und Aufgaben, die lebenswichtig sind, auch finanzierbar zusammenzuführen, so dass aus arbeitsloser Arbeitskraft z.B. Umweltschutz wird, dann wird uns eines Tages der Strudel sozialer Unruhen wegreißen. Übrigens zu Recht.

Der Staat kann und darf so nicht handeln. Der Senat ist deswegen der Auffassung, dass Bund, Länder und Gemeinden für eine überschaubare Phase neue Wege der Kreditfinanzierung der öffentlichen Hände zur sozialen Steuerung des Strukturwandels finden müssen, die Gegenwart und Zukunft versöhnen.

Eine Möglichkeit schließt an eine bestehende Praxis der Bundesbank an.

Die Bundesbank stellt heute für Exportforderungen Finanzierungsmöglichkeiten durch zinsgünstige Sonderrediskonte zur Verfügung. Kürzlich wurde das Volumen von 600 auf 900 Millionen D-Mark aufgestockt. Dies war eine vernünftige Entscheidung.

Bund, Länder und Bundesbank sollten prüfen, ob für umfassende Projekte im öffentlichen Interesse, z.B. der Gewässerreinigung, der Energie und der Wasserversorgung, derartige zinsgünstige Sonderrediskonte zur Verfügung gestellt werden könnten. Anlässlich der Ein-

gliederung des Saarlandes, aber auch für die Finanzierung von Vorratshaltungen, ist Vergleichbares bereits geschehen. Was für diese Bereiche und die Exportförderung möglich war, sollte auch für andere, wichtige Gemeinschaftsaufgaben möglich sein.

Die Kreditanstalt für Wiederaufbau könnte in diesem Zusammenhang eine sehr konstruktive Rolle spielen.

Der Senat stellt eine weitere Überlegung zur Diskussion.

Die zunehmende Kreditfinanzierung der öffentlichen Haushalte wirft heute in erster Linie zwei Probleme auf: Einmal die Belastung zukünftiger Haushalte mit Zinsen und Tilgungen, und zum anderen die unerwünschten Verteilungsfolgen, die zugunsten der Geldkapitaleigner damit zwangsläufig verbunden sind.

Die Geldmengenversorgung erfolgt heute auf einem Wege, der die öffentlichen Hände aber für ihre Kreditaufnahme faktisch uneingeschränkt auf die Kapitalmarktbedingungen verweist.

Am Beispiel der Ausschüttung der Bundesbankgewinne 1981/1982 ist jedoch deutlich geworden, dass die Geldmengenziele der Bundesbank durch Direktüberweisungen an öffentliche Haushalte nicht beeinträchtigt werden müssen.

Die Praxis anderer Staaten, z.B. der USA, zeigt, dass auch Notenbankkredite an die öffentliche Hand mit den Geldmengenzielen nicht in Konflikt geraten müssen.

Notenbankkredite an Bund und Länder mit besonderen Zins- und Tilgungskonditionen könnten also eine soziale Steuerung des Strukturwandels finanziell möglich machen, indem sie die Aufgabenfinanzierung heute ohne volkswirtschaftlich unsinnige und unzumutbare Belastung der Haushalte von morgen gestatteten.

Angesichts der Übertragung von Notenbankgewinnen an den Bundeshaushalt wäre dieser Weg offenbar auch in der Bundesrepublik Deutschland nicht systemwidrig, vorausgesetzt die Geldmengenziele bleiben berücksichtigt. Voraussetzung eines solchen Verfahrens wäre selbstverständlich

- die unangetastete Selbständigkeit der Bundesbank, die für Geldwertstabilität und die Instrumente der Geldmengenziele unverändert verantwortlich bleibt,
- der Ausnahmecharakter dieses Weges für eine definierte Politik des sozial gesteuerten Strukturwandels,
- die Begrenzung dieser Kredite auf bestimmte Aufgaben
- die Kredite dürften den Kapitalmarktbedarf der Wirtschaft nicht beeinträchtigen, dort keine zinstreibenden Folgen haben (kein crowding out),
- der Konsens von Bundesregierung, Bundesländern und Bundesbank.

Der hier zur Erörterung gestellte Weg hätte nicht nur den möglichen Vorteil einer volkswirtschaftlich sinnvollen Aufgabenfinanzierung heute, ohne falsche Belastung der zukünftigen Haushalte.

Der Gedanke könnte darüber hinaus die notwendige strukturelle Anpassung der öffentlichen Haushalte insofern begünstigen, als diese Notenbankkredite für den »Eventualhaushalt« mit Stabilitätsauflagen für den »Kernhaushalt« der Gebietskörperschaften verbunden werden könnten, so dass beide Aufgaben - Beschäftigungsmaßnahmen und Anpassung der Kostenstruktur - zugleich bewirkt werden könnten.

Der Solidarpakt hätte so zugleich einen stabilitätspolitischen und einen finanzpolitischen Schlussstein

Warum soll die Rückgewinnung einer vernünftigen Auslastung umstrukturierter Produktionskapazitäten nicht auf diese Weise auch finanzierbar gemacht werden?

Die heute immer wieder übersehene aber sehr unerwünschte Verteilungsfolge der Kreditfinanzierung zugunsten der Geldkapitaleigner würde begrenzt.

Und eine solche Defizitfinanzierung könnte sogar kostendämpfend wirken, weil die heutige Defizitfinanzierung zu vollen Kapitalmarktkonditionen die Gebietskörperschaften faktisch zwingt, über Steuern, Gebühren und Abgaben Ausgleichs zu suchen, was wiederum die Kosten auch der Betriebe hochtreibt.

Ich will nicht bestreiten, dass für den hier nur zur Diskussion gestellten Weg noch intensive Vorarbeiten zu leisten wären.

Aber ich füge hinzu. Wenn die Politik so viel Phantasie auf die Lösung dieses Problems verwenden würde, wie auf die Anlage von Wahlkämpfen, dann wäre das Problem schon gelöst.

Ich hoffe, dass, wenn die Staubwolken des Wahlkampfes sich gesetzt haben, wir über derartige Fragen in Ruhe eine sachkundige Diskussion zwischen den Regierungen und der Bundesbank führen können. Wir werden in Hamburg schon für das Frühjahr ein Arbeitssymposium einladen.

Ich wiederhole am Schluss dieses Abschnittes: Die Finanzlage ist äußerst ernst.