

Zeitschrift: Schweizer Monatshefte : Zeitschrift für Politik, Wirtschaft, Kultur
Herausgeber: Gesellschaft Schweizer Monatshefte
Band: 87 (2007)
Heft: 9-10

Artikel: Geldpolitik und Staatsverschuldung
Autor: Jordan, Thomas J.
DOI: <https://doi.org/10.5169/seals-167837>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

Download PDF: 15.03.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>

Gesunde Staatsfinanzen sind eine Voraussetzung für eine langfristig erfolgreiche Geldpolitik. Dabei meint «gesund» nicht unbedingt, dass die Staatsverschuldung gegen null tendieren muss. Ein liquider Markt für Staatsanleihen trägt zum Funktionieren der Finanzmärkte bei. Eine Analyse der Vorteile und der Gefahren.

(4) Geldpolitik und Staatsverschuldung

Thomas J. Jordan

Der Text ist eine gekürzte Fassung eines Vortrags, der unter http://www.snb.ch/de/ifer/media/id/media_speeches zu finden ist.

Die Geldpolitik wurde in vielen Ländern immer wieder zur Finanzierung von Staatsausgaben missbraucht. Das Ergebnis war ein Verlust der Kaufkraft des Geldes, d.h. eine hohe Inflation. Um dieser Gefahr zu begegnen, wurde die Geldpolitik in den vergangenen zwei Jahrzehnten in den meisten Ländern an eine unabhängige Zentralbank delegiert. Diese erhielt den Auftrag, vorrangig Preisstabilität zu gewährleisten. Unabhängige Zentralbanken sind keine Selbstverständlichkeit. Noch vor wenigen Jahrzehnten waren in den meisten Ländern die Finanzministerien gleichzeitig für die Geld- und die Fiskalpolitik verantwortlich. Die Schweiz bildet hierbei eine Ausnahme. Die für die Geldpolitik zuständige Schweizerische Nationalbank ist seit ihrer Gründung vor 100 Jahren mit einem hohen Grad von Unabhängigkeit ausgestattet. Die durchschnittliche Inflation ist über diesen Zeitraum in der Schweiz vergleichsweise tief ausgefallen.

Aber auch heute noch werden – sogar in der Schweiz – immer wieder Rufe laut, die Geldpolitik sei für fiskalische Zwecke einzusetzen. Das ist insbesondere in Zeiten hoher Budgetdefizite oder bei Schwierigkeiten mit der Finanzierung spezifischer Ausgaben der Fall. Ausufernde Budgetdefizite und Staatsschulden stellen somit, trotz der formellen Unabhängigkeit der meisten heutigen Zentralbanken, stets eine potentielle Gefahr für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik

dar. Trotzdem sind Staatsschulden aus der Sicht der Geldpolitik nicht nur schlecht. Ohne Staatsschulden wäre eine moderne Geldpolitik schwer zu führen; ein liquider Markt für Staatsanleihen ist eine Voraussetzung für einen modernen und effizienten Finanzmarkt, und funktionierende Finanzmärkte wiederum eine Voraussetzung für eine wirksame Geldpolitik.

Nicht nur aus geldpolitischer, sondern auch aus ökonomischer Sicht sind Staatsschulden nicht a priori etwas Schlechtes. Auch von einer Unternehmung oder einem Individuum wird nicht erwartet, grundsätzlich schuldenfrei zu sein. Falls erfolversprechendes Investitionspotential vorhanden ist, sollte eine Unternehmung investieren und sich dafür bei Bedarf verschulden. Eine Investition ist sinnvoll, solange der erwartete Gewinn die Kosten der Investition übersteigt. Eine Unternehmung, die auf Fremdkapital verzichtet und nur mit Eigenkapital arbeitet, verpasst unter Umständen viele profitable Chancen und schöpft ihr Potential nicht voll aus. Nebst der Finanzierung von Investitionen ist der Ausgleich nicht zeitgleicher Einnahmen- und Ausgabenströme ein weiterer Verschuldungsgrund. Unternehmen können mittels Verschuldung wirtschaftlich schlechte Zeiten überbrücken, und junge Leute können zum Beispiel einen Ausbildungskredit aufnehmen, den sie beim Eintritt ins Erwerbsleben zurückzahlen.

Diese Überlegungen gelten analog auch für den Staat. Wenn ein Staat vielversprechende Neuinvestitionen mit Schulden finanziert und dabei die Belastung über die Zeit verteilt, dann handelt er nicht verwerflich. Voraussetzung ist selbstverständlich, dass die Investitionen einen die Kosten übersteigenden Nutzen stiften. Ferner ist es sinnvoll, temporäre Mindereinnahmen durch Schulden zu überbrücken. Dadurch können starke Schwankungen der Steuersätze verhindert werden.

Die Möglichkeit, sich zu verschulden oder, mit anderen Worten, die Existenz von Finanzmärkten ist ein zentraler Faktor für das Funktionieren einer modernen Volkswirtschaft und damit für Wohlstand und Wachstum. Finanzmärkte ermöglichen die Transformation von Ersparnissen in Investitionen. Ferner ermöglichen sie eine Entkoppelung von Einkommen und Konsum bzw. von Steuereinnahmen und Staatsausgaben und dadurch die Glättung des Konsums über den gesamten Lebenszyklus sowie die Glättung der Steuersätze über den Konjunkturzyklus. Allerdings kann die Möglichkeit,

sich zu verschulden, auch dazu führen, dass man eine Zeitlang über seine Verhältnisse lebt und die Ausgaben unvernünftig erhöht. Dies gilt für Private wie für den Staat.

Staatsschulden in der Form liquider, an den Finanzmärkten gehandelter Anleihen haben für eine moderne Geldpolitik eine grosse Bedeutung. Liquidität bedeutet in diesem Fall, dass grössere Mengen an Wertpapieren gekauft oder verkauft werden können, ohne dass dies einen Einfluss auf deren Preis hat. Die Existenz einer liquiden Staatsverschuldung hat für die Geldpolitik in dreierlei Hinsicht Vorteile.

Erstens stützt sich der geldpolitische Entscheidungsprozess auf Informationen, die in der Fristenstruktur der Renditen der Staatsanleihen enthalten sind. Die Fristenstruktur gibt die Renditen über das ganze Spektrum aller Restlaufzeiten, von einem Tag bis zu mehreren Jahrzehnten, wieder. Die Renditen der Staatsanleihen spielen auf den Finanzmärkten eine herausragende Rolle, weil Staatsanleihen in entwickelten Ländern als einzige Anleihen ohne Kreditrisiko gelten. Dank

Ein Land, das seine Schulden zurückzahlen könnte, mag trotzdem weiterhin Staatsanleihen ausgeben, um das Funktionieren der Finanzmärkte zu erleichtern.

diesem risikolosen Zinssatz lassen sich für die Geldpolitik viele wertvolle Informationen, insbesondere über die Erwartungen der Marktteilnehmer, gewinnen.

Zweitens spielen Staatsschulden eine wichtige Rolle bei der Umsetzung der Geldpolitik. Die Zentralbanken steuern das Zinsniveau auf dem Markt, indem sie dem Bankensystem via gesicherte Kredite Liquidität zur Verfügung stellen. Als Sicherheit für diese Kredite übernimmt die Zentralbank von den Geschäftsbanken Wertpapiere. Bei vielen Zentralbanken werden traditionell vor allem Staatspapiere als Sicherheiten akzeptiert.

Drittens erhöht eine liquide Staatsverschuldung die Effizienz des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Der risikolose Zinssatz, d.h. die Rendite von Staatsanleihen, ist die Grundlage für die Berechnung der Risikoprämien anderer Anlagen. Die Zinsen auf Staatsanleihen stellen folglich den Ausgangspunkt für die Berechnung sämtlicher anderen Finanzmarktpreise dar, von Unternehmensanleihen über Aktien und Kredite bis hin zu Wechselkursen sowie zu praktisch

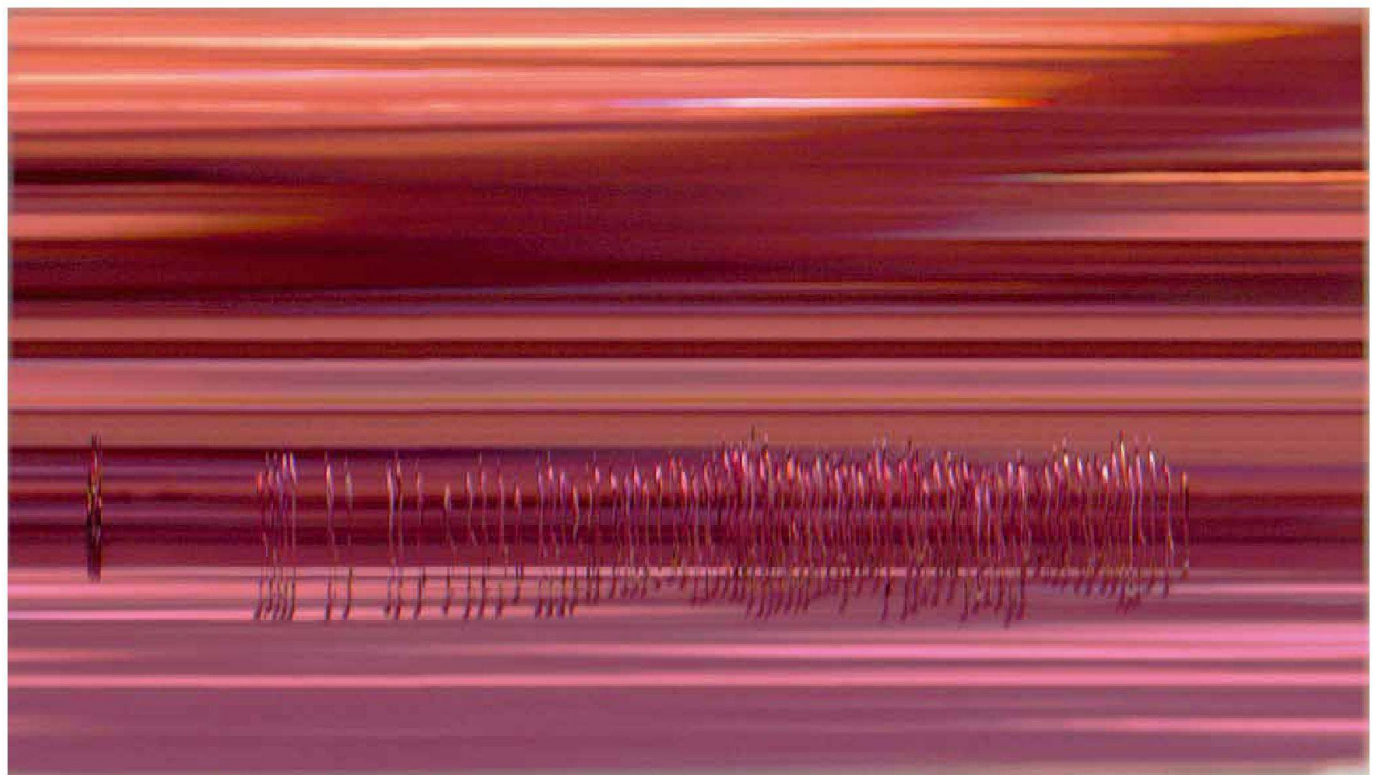
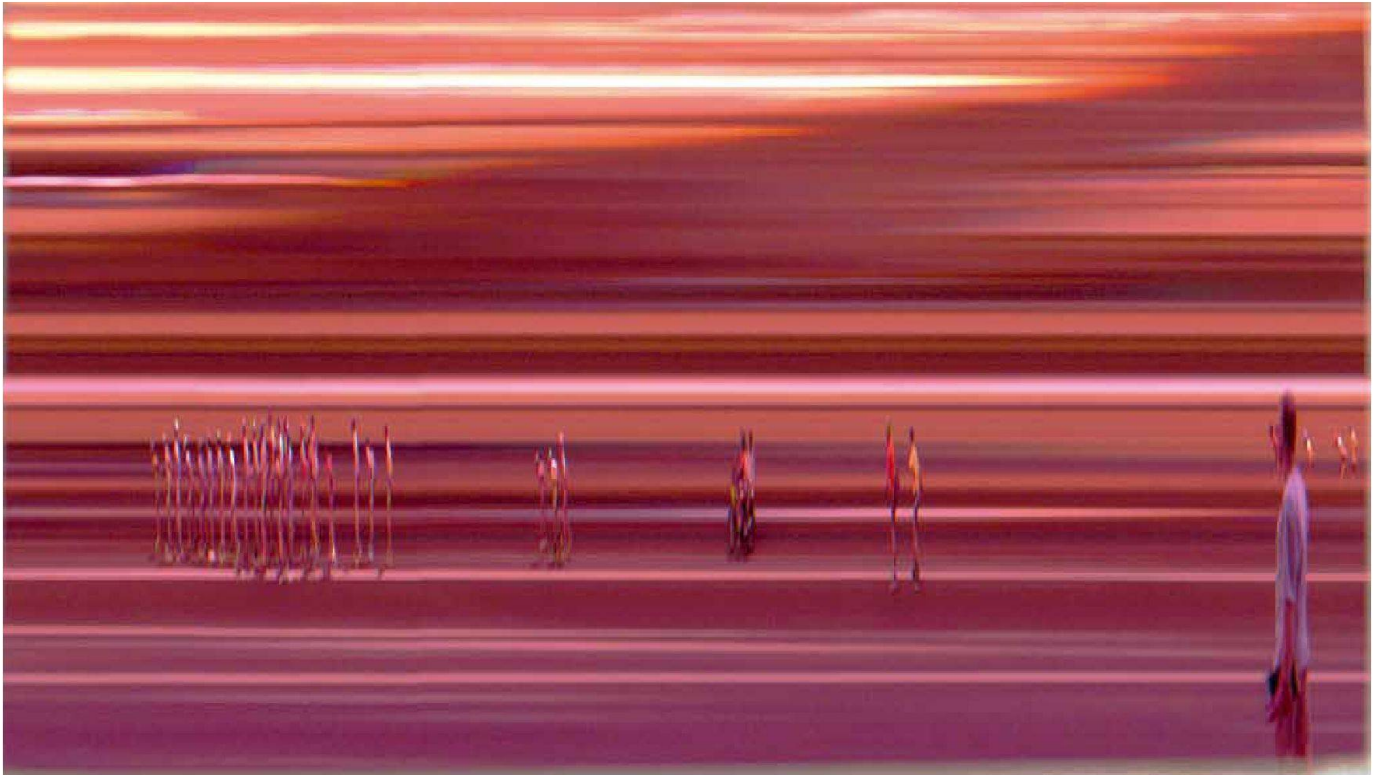
allen Derivaten. Ohne risikolosen Zinssatz wäre die Existenz der Finanzmärkte in ihrer heutigen Form nicht möglich.

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

Ein Mangel an Staatspapieren kann die Funktionsweise von Finanzmärkten beeinträchtigen. Es ist daher durchaus vorstellbar, dass ein Land, sollte es sich in der komfortablen Situation befinden, seine Schulden zurückzahlen zu können, trotzdem weiterhin Staatsanleihen ausgibt, einzig um das Funktionieren der Finanzmärkte zu erleichtern. In diesem Fall sollten aber die aufgenommenen Mittel nicht für zusätzliche Staatsausgaben verwendet, sondern ertragbringend am Finanzmarkt angelegt werden.

Neben den Vorteilen eines liquiden Staatsanleihen-Marktes für die Geldpolitik müssen aber auch die Risiken beachtet werden, die für die Geldpolitik von der Staatsverschuldung ausgehen. Im Vordergrund steht dabei die Gefahr einer hohen Verschuldung, zu deren Bedienung die Geldpolitik herangezogen wird. Es gibt grundsätzlich zwei Mechanismen, über die der Staat die Geldpolitik zur Mittelbeschaffung missbrauchen kann.

Erstens kann der Staat versuchen, die Zentralbank dazu zu bewegen, über eine langfristig inflationäre Geldpolitik die Seigniorage zu erhöhen. Seigniorage entspricht dem Zinsertrag auf denjenigen Aktiven, die eine Zentralbank für die Ausgabe von zinslosem Geld erhalten hat. Die Höhe der Seigniorage hängt direkt von der Höhe des Notenumlaufs und des Nominalzinssatzes und somit der Inflationsrate ab. Es gibt mehre-



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

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

Es ist einer Volkswirtschaft nicht dienlich, die Geldpolitik für fiskalische Zwecke einzusetzen. Die Geldpolitik soll in erster Linie dazu verwen-

Je schlechter die Situation der Staatsfinanzen und je geringer die Abschirmung der geldpolitischen Behörde von der Politik, desto höher die Gefahr, dass die Geldpolitik als Besteuerungsinstrument missbraucht wird.

det werden, Preisstabilität zu gewährleisten. Ein Transfer der Seigniorage einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik an den Staat ist unproblematisch. Ein Missbrauch der Geldpolitik zur Erzielung zusätzlicher Einnahmen geht jedoch immer auf Kosten der Kaufkraft des Geldes. Besteuerung über die Geldpolitik führt somit zu Inflation mit all ihren unerwünschten Nebenwirkungen.

Die Geschichte des Geldes ist zugleich auch die Geschichte des Missbrauchs der Geldpolitik. Solcher Missbrauch kann schleichend vonstatten gehen, indem der Staat über eine moderate Inflation den Wert seines Geldes langsam verringert. Der Missbrauch kann aber auch sehr rasch erfolgen, was dann jeweils zu einer Hyperinflation und einer anschließenden Währungsreform führt. Bekannt ist der berühmte und oft verwendete Satz von Milton Friedman: *«Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.»* Wenn man jedoch die historischen Inflationsepisoden betrachtet, ist man versucht zu sagen:

«Inflation is always and everywhere a fiscal phenomenon.» Der Grund für eine massive Geldvermehrung und somit die Geldentwertung lag in vielen Fällen letzten Endes im Finanzbedarf des Staates. Preisstabilität ist nur mit einer nachhaltigen Entwicklung der Staatsfinanzen vereinbar.

Je schlechter die Situation der Staatsfinanzen und je geringer die Abschirmung der geldpolitischen Behörde von der Politik, desto höher ist die Gefahr, dass die Geldpolitik als Besteuerungsinstrument missbraucht wird. Versuche dazu können auch heute noch, selbst in hochentwickelten Ländern mit unabhängigen Zentralbanken, beobachtet werden. Dabei können ungesunde Staatsfinanzen die Geldpolitik sogar schon negativ beeinträchtigen, bevor die Zentralbank sich in den Dienst der Staatsfinanzierung stellt. Eine exzessive Verschuldung kann dazu führen, dass die Wirtschaftsteilnehmer ihre Inflationserwartungen erhöhen, weil sie davon ausgehen, dass die Bedienung der Staatsschuld schliesslich über die Geldpolitik erfolgen wird.

Die im internationalen Vergleich tiefe Inflationsrate in der Schweiz und der stabile Franken sind nicht zuletzt auf die seit ihrer Gründung bestehende weitgehende Unabhängigkeit der Schweizerischen Nationalbank zurückzuführen. Zwar gab es immer wieder Versuche, die Geldpolitik vermehrt für fiskalische Zwecke einzusetzen. Kürzlich war dies in einem gewissen Sinne mit der sogenannten KOSA-Initiative der Fall. Diese Initiative sah eine Finanzierung der AHV durch die Gewinne der Nationalbank vor. Diese Zweckbindung wäre vor allem angesichts der demographischen Perspektiven und der absehbaren finanziellen Bedürfnisse dieses Sozialwerkes äusserst problematisch gewesen. Das Schweizer Volk hat aber diesem Begehren eine klare Absage erteilt. Es gilt somit, auch in Zukunft darüber zu wachen, dass die Geldpolitik nicht zum Instrument der Schuldenfinanzierung wird.

THOMAS J. JORDAN, geboren 1963, ist habilitierter Ökonom und Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank.