Kaufmann, Stephan; Stützle, Ingo

Book

Kredit der Macht : Staatsschulden - was sie sind, was sie leisten und für wen sie ein Problem sind

Provided in Cooperation with:
Rosa-Luxemburg-Stiftung, Berlin und Brüssel

STEPHAN KAUFMANN UND INGO STÜTZLE

KREDIT DER MACHT

STAATSSCHULDEN – WAS SIE SIND, WAS SIE LEISTEN UND FÜR WEN SIE EIN PROBLEM SIND

INHALT

VORWORT

Die Corona-Pandemie hat scheinbar festgefügte Dinge ins Wanken gebracht. Dazu zählt auch, dass die Schuldenbremse in Deutschland vorübergehend ausgesetzt wurde, um durch staatliche Kredite die heftigsten wirtschaftlichen und sozialen Folgen der Pandemie abzufedern, und dass die Europäische Zentralbank ein großes Notfallkaufprogramm für Anleihen (abgekürzt PEPP) in Höhe von 1,85 Billionen Euro auflegte.

Doch ein vorübergehendes Wanken ist noch kein endgültiger Zusammenbruch. So will die neue Ampelkoalition an der Schuldenbremse festhalten und notwendige Investitionen über diverse Umwege finanzieren, etwa über die (laut Rechtslage schuldenbremsenneutrale) Aufnahme von Krediten durch öffentliche Unternehmen wie die Deutsche Bahn AG, mehr Handlungsspielraum für die Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), die gleichfalls schuldenbremsenneutral Anleihen begeben kann, oder über die Bildung und erst spätere Nutzung von kreditfinanzierten Rücklagen, wenn die derzeit noch pandemiebedingt ausgesetzte Schuldenbremse wieder greift.[1] Welche Instrumente die Koalition letztlich wie genau nutzen wird, bleibt dabei ebenso im Vagen wie die Höhe der veranschlagten Investitionssummen. Dazu kommt: Die Auslagerung von kreditfinanzierten Investitionen aus dem Kernhaushalt in die KfW oder in – eventuell noch neu zu gründende – Gesellschaften unterläuft demokratische Mitsprachemöglichkeiten des Parlaments und kann ein erster Schritt hin zu einer späteren Privatisierung solcher Gesellschaften sein. Klar ist: Die Schuldenbremse erfüllt für die Koalitionäre wichtige Zwecke, da sie weiterhin als Begründung für staatliche Ausgabendisziplinierung oder -kürzungen herhalten kann. Vor allem für die FDP ist die Bremse dabei die notwendige Voraussetzung dafür, stattdessen privates Kapital, etwa auch aus Pensionskassen und Lebensversicherungen, mit entsprechenden Gewinnaussichten für private Kapitalgeber für Investitionen zu aktivieren.[2]

Angesichts solcher Vorhaben sollten die Auseinandersetzungen um die notwendige Abschaffung der Schuldenbremse und die sinnvolle Finanzierung von Investitionen auch nach der Bildung der Ampelkoalition zu *den* bestimmenden Themen in Deutschland und der Europäischen Union gehören.

1 Vgl. ausführlicher Sablowski, Thomas/Völpel, Eva/Warnke, Moritz: www.zeitschrift-luxemburg.de/die-marktradikale-ampel/ **2** Für diese Ideen, die sich auch im Koalitionsvertrag wiederfinden, warb FDP-Chef Christian Lindner offensiv während der Verhandlungen über eine Ampelregierung. Vgl. etwa: Wie die Ampel-Investitionen finanziert werden sollen, Deutschlandfunk, 22.10.2021, unter: www.deutschlandfunk.de/koalitionsverhandlungen-wie-die-ampel-investitionen-100.html.

Doch wie sehen die Voraussetzungen dafür aus? Auch wenn die Erzählung, dass ein Staatshaushalt nach den Tugenden der sparsamen schwäbischen Hausfrau zu funktionieren habe, ökonomischer Blödsinn ist, sind solche und ähnliche Bilder nach wie vor weit verbreitet, nicht nur in den (sozialen) Medien, sondern auch unter Politiker*innen.

Eine gesellschaftliche Linke muss solchen Behauptungen etwas entgegensetzen können, wenn sie für eine andere Ökonomie streiten will. Sie muss komplexe Zusammenhänge in einer klaren, eingängigen Sprache erläutern, um die Hemmschwelle für die Beschäftigung mit diesen Themen zu senken, in der Öffentlichkeit Gehör zu finden und Debatten zu beeinflussen. In diesem Sinne geben uns die Autoren dieser Broschüre ein sehr nützliches Werkzeug an die Hand, um komplexe finanz- und geldpolitische Zusammenhänge zu verstehen.

Eine abschließende Bemerkung soll nicht fehlen: Es ist klar, dass Staatsschulden bzw. kreditfinanziertes Wachstum nicht per se gut sind. Die Frage ist vielmehr, wohin die Investitionen fließen, das heißt, welche Bereiche wie wachsen sollen (und welche anderen notwendigerweise schrumpfen müssen), um eine sozial gerechtere und ökologischere, aber notwendigerweise auch demokratischere Wirtschaft und Gesellschaft zu ermöglichen. Das berührt viele Themenfelder, die in dieser Publikation zwar angetippt, aber nicht weiter vertieft werden können. Die Publikationen und Veranstaltungen der Rosa-Luxemburg-Stiftung bieten vielfältige Gelegenheiten, sich mit diesen Fragen auseinanderzusetzen.

Eva Völpel,
Referentin für Wirtschafts- und Sozialpolitik, Rosa-Luxemburg-Stiftung
Berlin, Dezember 2021

EINLEITUNG

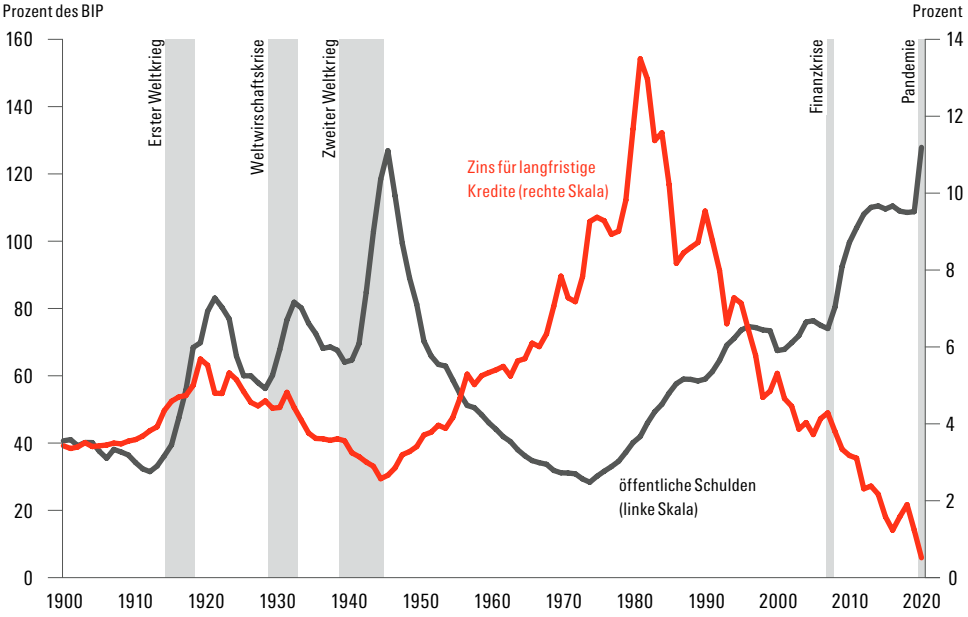
Die vorliegende Broschüre ist die Neufassung eines Textes, der erstmals im Jahr 2011 erschienen ist. Damals lag die große Finanzkrise erst kurz zurück, die Eurokrise war in vollem Gang und das beherrschende Thema war die «globale Schuldenbombe». Angesichts hoher Defizite fragte die *Bild*-Zeitung «Geht die ganze Welt bald pleite?» (13.7.2011), und *Der Spiegel* titelte «Geht die Welt bankrott?» (3/2011). Schulden galten als gefährlich und ihr Abbau als Gebot der Stunde. In Europa wurde eine Schuldenbremse installiert, denn das «Wachstum auf Pump» müsse ein Ende haben, so die Forderung der damaligen Bundeskanzlerin Angela Merkel (Die Zeit, 10.5.2012), und ihr Finanzminister Wolfgang Schäuble sagte: «Das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts darf nicht gefährdet werden.» (AFP, 10.10.2014)

Zehn Jahre später ist die Situation eine ganz andere. Staatliche wie private Schulden sind weiter gestiegen und haben im Zuge der Corona-Pandemie neue Rekordhochs erklommen – und sie steigen weiter. Gleichzeitig hat sich die Debatte verändert: Schulden gelten nicht mehr grundsätzlich als problematisch. Selbst FDP-Chef Christian Lindner nannte vor der Bundestagswahl 2021 die «schwarze Null» ein Prestigeprojekt der CDU, was schon fast einer Distanzierung gleichkommt.[3] Für die etwas verschobene Argumentation werden drei Gründe angeführt: Erstens seien die Kredite notwendig, um die Folgen der Pandemie abzufedern. Zweitens würden sie Investitionen finanzieren (→ Glossar), seien also eine Vorbereitung der Wirtschaft auf kommende Zeiten. Und drittens sei die höhere Verschuldung dank der niedrigen Zinsen billig und daher tragbar (→ Abbildung 1). Niedrig sind die Zinsen wiederum, weil weltweit die Zentralbanken in großem Stil staatliche Schuldscheine aufgekauft haben und weiter aufkaufen, dadurch das Zinsniveau drücken und Regierungen wie Unternehmen kreditwürdig halten.

AM ENDE SIND SCHULDENFRAGEN IMMER VERTEILUNGSFRAGEN: EINIGE MÜSSEN ZAHLEN, ANDERE DÜRFEN VERDIENEN.

3 Christian Lindner distanziert sich von der schwarzen Null, Manager Magazin, 13.9.2021, unter: www.manager-magazin.de/politik/deutschland/christian-lindner-fdp-chef-distanziert-sich-von-schwarzer-null-a-63f2519a-6376-4e67-8dab-736f9782a6ad.

Abbildung 1: Fallende Zinsen machen globale Schuldenlast tragbar



Quelle: Burkert, Uwe, u. a.: Staatsschulden in und nach der Pandemie außer Kontrolle? Standpunkte der Chefvolkswirte, hrsg. vom Deutschen Sparkassen- und Giroverband, 27.4.2021, unter: www.dsgv.de/content/dam/dsgv-de/positionen/downloads/standpunkte/210427-Standpunkt-Staatsschulden-D.pdf

Angesichts der neuen Lage erhält diese Broschüre eine neue Struktur. Im ersten Teil werden die noch immer gängigen Mythen und Irrtümer bezüglich Schulden erklärt und kritisiert: Handelt es sich bei Staatsschulden um eine Last, die «unsere Enkel» zurückzahlen müssen? Leben wir über unsere Verhältnisse? Ist Sparsamkeit langfristig gesehen doch gut? Sollten die Vorgaben der Schuldenbremse, die ab 2020 ausgesetzt wurden, doch möglichst bald wieder eingehalten werden? Diese und andere Fragen dürften bald wieder stärker in den Fokus rücken. «Sofern die Konjunktur nicht wieder unerwartet stark anspringt, dürften zusätzliche Steuer- und Abgabenbelastungen und/oder Ausgabenkürzungen ins Haus stehen […]. Die Konsolidierung sollte so schnell wie möglich angepackt werden», riet die Deutsche Bank im Oktober 2020.[4] Ähnlich tönte Wolfgang Schäuble in einem Gastbeitrag für die *Financial Times* im Juni 2021;[5] die ehemaligen Kanzlerkandidaten von Union und SPD, Edmund Stoiber

4 Deutsche Bank: Staatsschulden. Aktueller Kommentar, 2.10.2020. **5** Schäuble, Wolfgang: Europe's social peace requires a return to fiscal discipline. The EU's post-pandemic recovery plans should make room for a debt redemption fund, in: Financial Times, 2.6.2021.

und Peer Steinbrück, forderten gemeinsam mit anderen Autor*innen im Mai 2021 ein «Ende der Schuldenpolitik»[6] und im September mahnte der damals Noch-Nicht-Finanzminister Lindner an, dass der nächste Bundesfinanzminister «öfter Nein sagen müsse».[7] Schon jetzt sollten wir uns deshalb auf die Fragen einstellen, wer woran sparen soll, und überlegen, wie sie zu beantworten sind.

Der zweite Teil der Broschüre widmet sich dem außergewöhnlichen Zusammenspiel zwischen Zentralbank und Regierungen, das die Staatsschulden tragbar macht. Hier wollen wir klären, was eine Zentralbank ist, was sie leistet und was geschieht, wenn sie «Geld druckt». Zudem wollen wir untersuchen, wo in diesem Regime die Grenzen der Staatsverschuldung liegen.

Was die Broschüre nicht leistet, ist, die Frage nach der angemessenen Höhe von Staatsschulden zu beantworten. Vielmehr wollen wir zeigen, welchem Zweck Schulden dienen, wann sie zu einem Problem werden – und für wen. Denn am Ende sind Schuldenfragen immer Verteilungsfragen: Einige müssen zahlen, andere dürfen verdienen.

6 Ludwig-Erhard-Stiftung (Hrsg.): Für ein Ende der Schuldenpolitik, Aufruf, 13.5.2021, unter: www.ludwig-erhard.de/erhard-aktuell/standpunkt/fuer-ein-ende-der-schuldenpolitik/. **7** Christian Lindner distanziert sich von schwarzer Null, Manager Magazin, 13.9.2021.

TEIL I: MYTHEN UND IRRTÜMER ZUR STAATSVERSCHULDUNG

1 «MAN KANN NICHT MEHR AUSGEBEN, ALS MAN EINNIMMT»

Spare in der Not, so hast du in der Zeit, weiß der Volksmund. Die Zeitung *Merkur* mahnte daher 2020 ihre Leser*innen: «Wer ständig am Ende des Monats rote Zahlen schreibt, kann auch kein Geld zur Seite legen. Daher ist es wichtig, so schnell wie möglich erst einmal die Schulden zu begleichen und Rechnungen zu bezahlen.»[8] Und die damalige Bundeskanzlerin Angela Merkel zitierte auf einem CDU-Parteitag Ende 2008 eine «ebenso kurze wie richtige Lebensweisheit, die da lautet: ‹Man kann nicht auf Dauer über seine Verhältnisse leben›».[9]

Was ist dran?
Der Vergleich zwischen Staats- und Privathaushalt hinkt, denn beide funktionieren nach unterschiedlichen Regeln. Nimmt ein privater Haushalt einen Konsumentenkredit auf, damit beispielsweise eine Schrankwand angeschafft werden kann, so handelt es sich um einen Akt des vorgezogenen Konsums: Der Haushalt spart nicht erst das Geld für das Möbel an und kauft es anschließend, vielmehr wird ein Kredit aufgenommen, die Schrankwand wird gekauft und anschließend wird der Kredit an die Bank zurückgezahlt – inklusive Zinsen. Der Kredit macht den Haushalt also ärmer, denn es müssen der Kaufpreis der Schrankwand plus die Zinsen an die Bank bezahlt werden.

Ganz anders liegt der Fall bei Unternehmen. Sie nehmen Kredite auf, um ihren Betriebszweck zu erfüllen. Und der heißt: Gewinn-Machen. Der Kredit hilft ihnen dabei in mehrfacher Hinsicht:

Ein Unternehmen investiert, produziert und verkauft seine Waren mit Gewinn. Zwischen der Ausgabe (Investition) und dem Rückfluss des Geldes beim Verkauf liegt eine Zeitspanne, in der das Geld noch nicht da ist. Je länger diese Zeitspanne ist, umso mehr Geld braucht das Unternehmen, um in der Zwischenzeit seine Geschäfte fortführen zu können, zum Beispiel um Rechnungen zu begleichen. Im Ernstfall droht sogar die Pleite, wenn die Kasse sich nicht füllt, weil der Verkauf gerade stockt. Um diese Lücke zu schließen und weiter im Geschäft zu bleiben, nimmt das Unternehmen Kredite auf.

8 Pospiech, Jasmin: Hören Sie auf, Geld für diese zehn Dinge auszugeben – und Sie sahnen richtig ab, Merkur, 10.8.2020, unter: www.merkur.de/leben/geld/vermeiden-sie-diese-zehn-fehler-sparen-extrem-viel-geld-zr-11649909.html. **9** Angela Merkel zit. n. der Dokumentation ihrer Rede im Handelsblatt, 1.12.2008, unter: www.handelsblatt.com/politik/deutschland/dokumentation-merkels-parteitagsrede-in-auszuegen/3064086.html.

MIT DER WIRTSCHAFTSLEISTUNG WACHSEN AUCH DIE STEUEREINNAHMEN. SOLANGE DAS FUNKTIONIERT, SIND STAATSSCHULDEN KEIN GROSSES PROBLEM, UND DER STAAT ERREICHT SEIN ZIEL: DER NATIONALE REICHTUM NIMMT ZU.

Ein Unternehmen will Gewinn erzielen. Das wollen seine Konkurrenten aber auch. Um in der Konkurrenz zu bestehen oder den Konkurrenten voraus zu sein, weiten Unternehmen ihre Geschäfte aus: Sie bauen in fernen Billiglohnländern Fabriken, errichten Vertriebsstationen in aller Welt oder kaufen sich die neuesten Maschinen, um die Produktion zu verbilligen oder neue Produkte auf den Markt zu bringen. Dafür brauchen sie zusätzliches Kapital – unter Umständen mehr Kapital, als sie durch den Verkauf produzierter Ware eingenommen haben. Also nehmen sie Kredit. Sie machen Schulden, um im Vorgriff auf künftig zu verkaufende Waren schon heute investieren zu können.

Geht die Rechnung auf, wird das Unternehmen durch den Kredit reicher – und nicht ärmer, wie ein Privathaushalt durch einen Schrankwand-Kredit. Bei dem steht nach dem Kauf zwar ein neues Möbelstück im Wohnzimmer, aber die Anschaffung hat den Käufer ärmer gemacht (Kaufpreis plus Zinsen). Sie dient allein dem Privatvergnügen, bringt aber kein Geld ein.

Und der Staat? In Sachen Schulden ähnelt er eher dem Unternehmen als dem Privathaushalt. Zwar nimmt eine Regierung in der Regel keinen Kredit auf, um damit einen Gewinn zu erzielen. Doch baut sie mit geliehenen Summen Straßen, Schulen und Telekommunikationsnetze. Sie verbessert

so die Standortbedingungen für Unternehmen und versucht, private Investitionen anzuziehen und rentabel zu machen. Die Aufnahme von Schulden ist für den Staat ein Mittel, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln.[10] Der Staat vergibt beispielsweise Subventionen für junge «Wachstumsindustrien» und sichert per Militärausgaben die globalen Geschäfte der Unternehmen aus dem eigenen Land. Über Schulden finanzierte Ausgaben können zudem die gesellschaftliche Nachfrage stärken, sodass eine Krise schneller überwunden werden kann. Sprich: Für den Staat sind Schulden ein Instrument, um die nationale Wirtschaftsleistung und damit auch die Staatseinnahmen wachsen zu lassen – was nicht heißt, dass das immer funktioniert. Zentrale Maßzahl für den Staat ist daher nicht die absolute Höhe der Schulden in Euro, sondern die sogenannte Schuldenstands- oder Schuldenquote (→ Glossar). Sie teilt die Summe der Staatsschulden durch die Wirtschaftsleistung, die am Bruttoinlandsprodukt (BIP) (→ Glossar) gemessen wird. Diese Quote zeigt, ob den wachsenden Schulden ein wachsendes BIP gegenübersteht – ob die Schulden also als Hebel für mehr Wirtschaftswachstum fungieren.[11] Mit der Wirtschaftsleistung wachsen auch die Steuereinnahmen. Solange das funktioniert, sind Staatsschulden kein großes Problem, und der Staat erreicht sein Ziel: Der nationale Reichtum nimmt zu. Eine Regierung kann also durchaus dauerhaft mehr ausgeben, als sie einnimmt, weil sie mit den Ausgaben ihre Einnahmen erhöhen kann – im Unterschied zum Privathaushalt kann ein Land durch Schulden sogar reicher werden. Es kommt darauf an, ob die geliehenen Summen von einer wachsenden Wirtschaftsleistung begleitet werden.

10 In Deutschland war dieser Zweck sogar im Grundgesetz festgeschrieben: Die Neuverschuldung eines Jahres durfte ab 1969 laut Artikel 115 Grundgesetz nicht über den Investitionen liegen – also nicht über dem Betrag, der die Standortbedingungen verbessern und darüber das Wirtschaftswachstum ankurbeln soll. 2009, mit der Verabschiedung der Schuldenbremse, wurde die Passage aus dem Artikel gestrichen. Mit der von der Ampelkoalition angekündigten Modifizierung des sogenannten Konjunkturbereinigungsverfahrens könnten zukünftig möglicherweise stärker konjunkturelle Krisen bei der Höhe der Verschuldung berücksichtigt werden. **11** Das BIP ist zwar nicht Eigentum des Staates, es repräsentiert aber den Reichtum, an dem der Staat sich potenziell über Steuern bedienen kann.

Dies war in den vergangenen Jahren in den meisten Industrieländern allerdings nicht der Fall. Das zeigen die steigenden Schuldenquoten – die Schulden sind schneller gewachsen als die Wirtschaftsleistung. Man kann es auch so ausdrücken: Der Kredit bleibt seine Produktivität schuldig.

Eine letzte Anmerkung: Auch der Vergleich zwischen Staat und Unternehmen hinkt. Denn der Staat verfügt über eine Zentralbank, die Geld schöpfen kann (mehr dazu → Teil II).

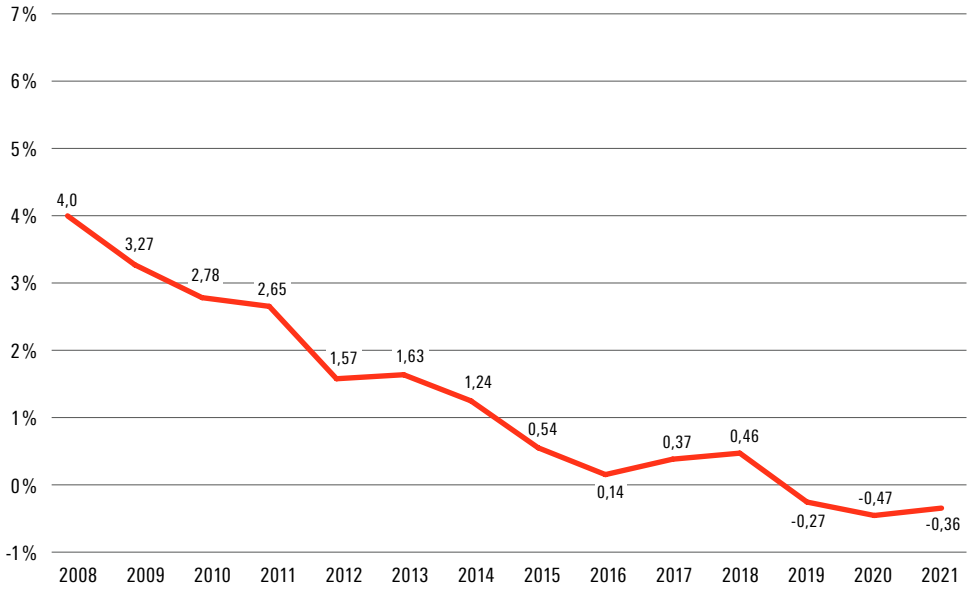
2 «VERSCHULDUNG FINDET AUF KOSTEN ZUKÜNFTIGER GENERATIONEN STATT»

Hessens Finanzminister Michael Boddenberg (CDU) sowie der Ökonom und ehemalige Wirtschaftsweise Lars P. Feld erklärten Ende März 2021, die Finanzpolitik müsse «insbesondere die Generationengerechtigkeit im Blick haben».[12] Das ist aber nicht nur eine Position, die in konservativen Kreisen vertreten wird. Auch der ehemalige SPD-Parteivorsitzende und damalige Vizekanzler Sigmar Gabriel erklärte 2011: «Wir leben auf Kosten unserer Enkel und Urenkel, denn die müssen das alles bezahlen.»[13] Und damit nicht genug: Den zukünftigen Generationen fehle dann auch das Geld, um wichtige Investitionen etwa in Bildung und Infrastruktur zu tätigen. In jeder Talkshow-Debatte über Staatsverschuldung fällt deshalb mindestens einmal die Bemerkung, dass «wir» uns nicht auf Kosten unserer Kinder und Enkelkinder verschulden dürften. Bis in die Partei Die Grünen hinein hat sich diese Sichtweise durchgesetzt: So heißt es im Koalitionsvertrag zwischen der baden-württembergischen CDU und den Grünen für die Neuauflage von Grün-Schwarz 2021: «Wir stehen für eine generationengerechte Politik. Deshalb bedeutet Nachhaltigkeit für uns auch, dass eine solide Haushaltspolitik die Grundlage unseres politischen Handelns ist. In der vergangenen Legislaturperiode haben wir die Schuldenbremse in der Landesverfassung verankert.»[14] Und auch der Koalitionsvertrag der neuen Bundesregierung zwischen SPD, Grünen und FDP macht deutlich, dass sie ab 2023 «die Verschuldung auf den verfassungsrechtlich von der Schuldenbremse vorgegebenen Spielraum beschränken und die Vorgaben der Schuldenbremse einhalten» werde.[15]

Was ist dran?
Auch dieses Bild ist falsch. Denn erstens stehen über Kredit finanzierte Vermögenswerte wie Straßen oder Schulen auch künftigen Generationen zur Verfügung – sofern es öffentliche Güter sind. «Unsere Enkel» erben daher nicht nur die Schulden, sondern auch das, was mit ihnen angeschafft wurde. Dieser Zusammenhang wird in jüngster Zeit zunehmend gesehen.

12 Boddenberg, Michael/Feld, Lars: Die Schuldenbremse hat sich in der Krise bewährt, Gastbeitrag, Hessisches Ministerium der Finanzen, 27.3.2021, unter: https://finanzen.hessen.de/Die-Schuldenbremse-hat-sich-in-der-Krise-bewaehrt. **13** Welt am Sonntag, 26.6.2011. **14** Bündnis 90/Die Grünen Baden-Württemberg/CDU Baden-Württemberg: Jetzt für morgen. Der Erneuerungsvertrag für Baden-Württemberg, Koalitionsvertrag 2021–2026, Stuttgart 2021, unter: www.baden-wuerttemberg.de/fileadmin/redaktion/dateien/PDF/210506_Koalitionsvertrag_2021-2026.pdf. **15** SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP: Mehr Fortschritt wagen. Bündnis für Freiheit, Gerechtigkeit und Nachhaltigkeit. Koalitionsvertrag 2021–2025, S. 158, unter: www.spd.de/fileadmin/Dokumente/Koalitionsvertrag/Koalitionsvertrag_2021-2025.pdf.

Abbildung 2: Zinsentwicklung – Rendite deutscher Staatsanleihen (2008–2021)



Hinweis: Dargestellt werden für 2008–2020 die jeweiligen Jahresdurchschnittswerte, für 2021 der Durchschnitt der Monate Januar bis August.

Quelle: Statista: Entwicklung der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in Deutschland, Januar 2021, unter: https://de.statista.com/statistik/daten/studie/200193/umfrage/entwicklung-der-rendite-zehnjaehriger-staatsanleihen-in-deutschland/ sowie eigene Berechnungen

Zweitens führen Staatsschulden zu Umverteilung nicht zwischen den Generationen, sondern *innerhalb* einer Generation. Und zwar tendenziell von «unten» nach «oben». Wie funktioniert das? Unsere Enkel*innen erben nicht nur die Schulden, sondern auch die Forderungen, also die Vermögen. Man kann sich das anhand einer Familie vorstellen: Wenn die Mutter dem Vater 100 Euro borgt und beide sterben, so erben die Kinder nicht nur die 100 Euro Schulden des Vaters, sondern auch die Forderung der Mutter. In einer Gesellschaft stellt sich nun die Frage: Wer erbt die Schulden und wer erbt die Forderungen? Wer hat Geld verliehen und bekommt dafür Zinsen? Und vor allem: Wer bezahlt diese Zinsen und woher kommt das Geld dafür?

Die Höhe der Zinszahlungen hängt wesentlich vom Zinssatz bzw. der Rendite für Staatsanleihen ab (→ Glossar). Der Zinssatz ist in Deutschland seit der Eurokrise vor zehn Jahren deutlich zurückgegangen (→ Abbildung 2). Das liegt nicht nur daran, dass die Zentralbanken weltweit die Leit-

zinsen gesenkt haben, sondern auch daran, dass die deutschen Staatspapiere als sichere Geldanlage weltweit stark nachgefragt werden.

Die Schuldpapiere befinden sich überwiegend im Besitz von Banken, institutionellen Anlegern und Vermögenden – inzwischen auch der Europäischen Zentralbank (EZB). Sie leihen dem Staat Geld, indem sie Staatsanleihen kaufen, und kassieren dafür Zinsen. Für sie sind die verliehenen Gelder sich vermehrendes Finanzkapital. Sie verdienen daran – wenn auch angesichts der drastisch gesunkenen Zinsen immer weniger.

STAATSSCHULDEN FÜHREN ZU UMVERTEILUNG NICHT ZWISCHEN DEN GENERATIONEN, SONDERN *INNERHALB* EINER GENERATION. UND ZWAR TENDENZIELL EINE VON «UNTEN» NACH «OBEN».

Woher kommen die Zinsen, die der Staat bezahlt? Aus dem Steueraufkommen. Die Steuern werden – nicht zuletzt aufgrund der Steuerreformen unter Rot-Grün 1998 – zu ungefähr zwei Dritteln von den Lohnabhängigen finanziert. Das bedeutet: Wenn der Staat sich verschuldet und seine Schulden bedient, findet keine Umverteilung zwischen den Generationen statt (in der Summe gleichen sich Forderungen und Verpflichtungen nämlich aus). Vielmehr handelt es sich um einen Vermögenstransfer von denjenigen, die mittels ihrer Steuerabgaben die Zins- und Tilgungszahlungen bezahlen, hin zu jenen, die jährlich als Besitzer*innen von Staatspapieren Milliarden Euro kassieren.[16] Welche Personen

16 Die Staatsschuld ist allerdings nicht die Ursache für das Zinseinkommen der Vermögensbesitzer*innen, sondern eben deren Vermögen. «Zinseinkommen entstehen allein dadurch, dass einzelne Haushalte in der Lage sind, Ersparnisse zu bilden. Aus der Staatsverschuldung folgt somit kein Gerechtigkeitsproblem, das nicht mit Blick auf die vorhandenen Einkommens- und Vermögensdisparitäten bereits bestanden hätte.» (Reuter, Norbert: Generationengerechtigkeit in der Wirtschaftspolitik. Eine finanzwissenschaftliche Analyse staatlicher Haushalts- und Rentenpolitik, in: PROKLA 121, 2000, S. 547–556.)

dies genau sind, ist nicht bekannt. Was man aber weiß: In Deutschland sind die Vermögen extrem ungleich verteilt – so ungleich wie in keinem anderen Land in der Europäischen Union. Laut Schätzungen des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) hält das reichste ein Prozent der deutschen Haushalte mehr als 35 Prozent des gesamten Vermögens. Die reichsten zehn Prozent kommen auf zwei Drittel.[17] Dieser Anteil ist in den letzten Jahren gestiegen und dürfte im Wesentlichen aus zwei Gründen weiter steigen: Erstens liegen die Renditen auf Vermögen umso höher, je größer die Vermögen sind. Anders gesagt – je reicher ein Haushalt ist, desto schneller wächst sein Reichtum. Zweitens liegt auch die Sparquote umso höher, je reicher ein Haushalt ist, das heißt, ein Haushalt kann umso mehr «auf die hohe Kante legen», je mehr verfügbares Einkommen und Vermögen zur Verfügung steht, Geld, das nicht unmittelbar zum Leben gebraucht wird (etwa für Miete, Essen oder Angehörige). Laut einer Studie aus dem Jahr 2016 konnte das eine Prozent aller Haushalte, das über die höchsten Einkommen in Deutschland verfügt, im Durchschnitt rund 58.000 Euro pro Jahr bzw. etwa ein Drittel des Einkommens sparen. Demgegenüber waren bei den Haushalten der unteren Einkommenshälfte die Schulden höher als die Vermögen.[18] Und noch eine Anmerkung zu der Behauptung, nachfolgende Generationen müssten die Schulden zurückzahlen: Staatsschulden werden nicht «zurückgezahlt», sondern bedient. Das heißt, der staatliche Schuldenberg wird üblicherweise nicht abgetragen, sodass ein Staat irgendwann wieder schuldenfrei wäre. Wird ein Kredit fällig, muss also die ursprünglich als Kredit aufgenommene Geldsumme zurückgezahlt werden, so geschieht das in Form eines *roll over,* einer Umschuldung: Zur Rückzahlung alter Schulden werden neue Kredite aufgenommen. Die fälligen Schulden werden durch neue ersetzt, und wenn die Zinsen sehr niedrig sind, spart der Staat sogar, indem er «teure» durch «billigere» Kredite ablöst. Als «Neuverschuldung» gelten nur jene Kredite, die über diese Umschuldung hinausgehen. Das bedeutet: Werden keine neuen Schulden aufgenommen, bleibt der Schuldenberg in Euro gerechnet so groß wie vorher. So wird aller Voraussicht nach auch jede kommende Generation verfahren.

Solange die Wirtschaftsleistung wächst, ist das auch kein Problem. Nicht «unsere Enkel» müssen künftig die Schulden zurückzahlen, die «wir» heute machen, sondern die Lohnempfänger*innen von morgen zahlen an die Finanzanleger*innen von morgen. Im nationalen «Wir» verschwindet jedoch dieser Unterschied zwischen jenen, die für die Bedienung der Staatsschuld zahlen, und jenen, die an ihr verdienen.

«Generationengerechtigkeit» ist weniger Anzeichen glaubwürdiger Finanzpolitik, sondern ein ideologisches Mittel, um eine Politik der Austerität, das heißt der strengen Sparpolitik durchzusetzen. Das zeigt ein Blick in die «Jahresgutachten» der sogenannten Wirtschaftsweisen. Während

17 DIW Wochenbericht 29/2020, S. 512, unter: www.diw.de/de/diw_01.c.793787.de/publikationen/wochenberichte/2020_29/heft.html. **18** Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK): IMK-Study 50. The Distribution of Household Savings in Germany, Berlin 2016.

diese im Jahr 1980 noch relativ ausdifferenziert argumentierten und darauf abhoben, dass es darauf ankomme, «wie die Kreditnahme und die damit finanzierten Staatsausgaben auf das Produktionspotenzial der Volkswirtschaft wirken»,[19] um ein Urteil über die Generationengerechtigkeit der Staatsschulden fällen zu können, werden in späteren Gutachten ohne weitere Ausdifferenzierung Altersstruktur und Generationengerechtigkeit als Argument gegen Staatsverschuldung und für Austerität ins Feld geführt.[20] Zwar hat seit Beginn der Corona-Krise der Standpunkt Konjunktur, dass heute neue Schulden nötig sind, um «in die Zukunft zu investieren». Dennoch ist zu erwarten, dass der Sparzwang bald wiederentdeckt und dank der Schuldenbremse, wenn sie bis dahin nicht abgeschafft ist, politisch verkauft werden kann – weil Sachzwang (→ Punkt 1). Grün-Schwarz in Baden-Württemberg gibt bereits einen Vorgeschmack darauf.

3 «WIR HABEN ALLE ÜBER UNSERE VERHÄLTNISSE GELEBT»[21]

Wenn gesagt wird, dass «die Deutschen» zu viele Schulden gemacht haben, sind damit zwar nicht die privaten Unternehmen und nicht die privaten Haushalte gemeint, sondern nur der Staat. Gleichzeitig wird aber suggeriert, dass alle gemeint wären. Im Jahr 1950 lagen die öffentlichen Schulden der Bundesrepublik noch bei 9,5 Milliarden Euro. Im Jahr 1990 waren es 538 Milliarden Euro. Zwischen 2007 und 2010 wuchsen die Schulden wegen der Wirtschaftskrise noch einmal drastisch um fast 30 Prozent von 1.550 auf 2.000 Milliarden Euro an. 2020 betrug die Gesamtschuld laut Statistischem Bundesamt rund 2.180 Milliarden Euro. All das sollen «unsere» Schulden sein. Ausgedrückt wird dies auch als Staatsschuld pro Kopf der Bevölkerung. Im Jahr 1950 lag sie bei 190 Euro und im Jahr 2020 etwa bei 26.130 Euro (→ Punkt 11). Sprich: «Wir leben über unsere Verhältnisse.»

Was ist dran?

Zum ersten Punkt: Es stimmt, die Staatsschulden sind drastisch gestiegen. Aber was heißt denn hier «unsere» Schulden? Jedes Jahr stellt der Bundesfinanzminister einen Haushalt auf. Er prognostiziert seine Einnahmen und seine Ausgaben. Wenn die Ausgaben über den Einnahmen liegen, finanziert er die Differenz durch Neuverschuldung und nimmt Kredite auf. Der Haushalt inklusive Neuverschuldung wird dann durch das Parlament genehmigt. An all dem hat die Bevölkerung keinen Anteil. Sie kann die Haushaltsdebatte in den Medien verfolgen, sie kann zufrieden mit dem staatlichen Finanzgebaren sein oder unzufrieden. Auf die Höhe der Neuverschuldung aber hat sie keinen unmittelbaren Einfluss.

19 Jahresgutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1980/81 (Unter Anpassungszwang vom 20. November 1980), Ziffer 295. **20** Vgl. u. a. Jahresgutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1990/91 (Auf dem Wege zur wirtschaftlichen Einheit Deutschlands vom 13. November 1990), Ziffer 253 sowie Jahresgutachten 2000/01 (Chancen auf einen höheren Wachstumspfad vom 15. November 2000), Ziffer 356. **21** Angela Merkel (CDU) in einer Rede auf dem Ökumenischen Kirchentag in München, zit. n. Potsdamer Neueste Nachrichten, 15.5.2010.

DIE STAATSSCHULDEN MÖGEN ZWAR NICHT DIE SCHULDEN DER BEVÖLKERUNG SEIN. DOCH HAFTET DIE BEVÖLKERUNG LETZTLICH FÜR DIE ÖFFENTLICHEN SCHULDEN.

Die Schulden des Staates sind nicht die Schulden der Einwohner*innen. Schließlich steigen die Staatsschulden pro Kopf der Bevölkerung, so sparsam der oder die einzelne Erwerbstätige oder Erwerbslose auch lebt. Als Privatmensch kann man die Staatsschulden auch nicht zurückzahlen, selbst wenn man wollte. Und wenn man zur Bank geht und einen Kredit aufnehmen will, wird keine Bank den Kredit mit den Worten verweigern: «Aber Sie sind doch schon mit Staatsschulden von 26.130 Euro verschuldet!»

Die Staatsschulden mögen zwar nicht die Schulden der Bevölkerung sein. Doch haftet die Bevölkerung letztlich für die öffentlichen Schulden. Wenn Schulden abgebaut werden sollen, muss die Bevölkerung unter Umständen höhere Steuern zahlen, länger auf die Rente warten, mehr arbeiten, weniger verdienen oder sich mit weniger staatlichen Leistungen begnügen. So macht eine Regierung aus ihren Schulden «unsere» Schulden.

Zum zweiten Punkt: Letztlich kann man nicht sagen, dass «Deutschland über seine Verhältnisse lebt» – also mehr ausgibt als einnimmt. Zumindest wenn man die gesamte Gesellschaft betrachtet. Zwar hat der Staat steigende Schulden. Doch jedem Kredit, den jemand aufnimmt, steht eine Forderung gegenüber. Jede*r Schuldner*in hat eine*n Gläubiger*in. Wenn Frau A 100 Euro an Herrn B verleiht, dann haben nicht beide über ihre Verhältnisse gelebt, sondern Herr B hat Schulden und Frau A eine Forderung, also ein Guthaben, auf das sie Zinsen kassiert. Beides gleicht sich aus (→ Punkt 2). Wenn sich die deutsche Regierung von der Deutschen Bank eine Million Euro leiht, dann haben nicht «wir» über «unsere» Verhältnisse gelebt, sondern die Regierung hat sich verschuldet, und die Bank hat eine Forderung, auf die sie Zinsen kassiert.

Nimmt man das «Wir» ernst und rechnet alle Schulden und Vermögen aller Deutschen gegeneinander auf, so muss man feststellen: «Wir» haben nicht über «unsere Verhältnisse» gelebt. «Wir» sind nicht hoch verschuldet, sondern reich. Zwar betragen die Staatsschulden rund 2.180 Milliarden Euro. Die Geldvermögen der privaten Haushalte lagen 2020 aber bei 6.630 Milliarden Euro, abzüglich Schulden waren es also immer noch netto 4.722 Milliarden Euro.[22] Das kann man auch pro Kopf der Bevölkerung ausrechnen: Auf Staatsschulden pro Kopf von 26.400 Euro kommt rein rechnerisch ein privates Nettovermögen von über 56.800 Euro. «Wir» sind also vermögend. Zumindest im Durchschnitt. In der Realität

22 Bundesbank, Pressenotiz, 11.10.2020.

jedoch sind die Staatsschulden allen aufgebürdet, sie sind öffentlich (→ Punkt 11: Fazit). Die Vermögen hingegen (zu denen auch die Forderungen an den Staat gehören, zum Beispiel Staatsanleihen) liegen in den Händen weniger Privatpersonen. Den reichsten zehn Prozent der deutschen Bevölkerung gehören 67 Prozent des Gesamtvermögens. Die untersten 25 Prozent haben kein Vermögen oder bloß Schulden.[23]

4 «SIE SCHAFFEN SICH EINE WAHLKAMPFKASSE, LASSEN SICH HIER APPLAUDIEREN. DAS IST IM ENDEFFEKT KEINE HAUSHALTSPOLITIK, SONDERN DAS IST ZUKUNFTSVERGESSEN.»

Politiker*innen stehen im Verdacht der Verschwendungssucht. Immerzu sind ihnen die Staatseinnahmen zu gering, um ihre Ausgabenwünsche zu finanzieren. Begründet wird dies häufig mit der Kurzsichtigkeit der Politiker*innen oder mit ihrem Wunsch, über Wohltaten das Volk zu betören – gerade vor Wahlen. Das Argument kommt durchaus auch von links: Die politische Klasse erkauft sich politische Stabilität durch höhere Staatsverschuldung. Die Rechnung dafür kommt – aber erst, wenn die spendablen Politiker*innen längst in Pension gegangen sind. So beschuldigte Otto Fricke (FDP) bei der Debatte um den Nachtragshaushalt im März 2021 den damaligen Finanzminister Olaf Scholz (SPD) nicht nur, er mache Wahlkampf (siehe Zitat oben), kaufe also mit Staatsgeld Stimmen, sondern blies in ein altbekanntes Horn: «Wer auch immer die nächste Regierung stellen wird, wird sich mit den Überbleibseln Ihrer eigentlich nicht mehr vorhandenen Haushaltspolitik auseinandersetzen müssen.»[24]

Was ist dran?
Wenig. Sicher, Verschwendung kommt vor, sie wird alljährlich vom Bundesrechnungshof und vom Bund der Steuerzahler beziffert und beklagt. Handelten Politiker*innen aber wirklich ausschließlich extrem kurzsichtig, so wäre es verwunderlich, warum sie nicht noch viel mehr Schulden machen, als sie es ohnehin tun. Empirisch ist diese These selbst für den Zeitraum nicht zu halten, in dem die Staatsschuld noch nicht allgemein verteufelt wurde (1960er bis 1980er Jahre).[25] Und mit dem Siegeszug neoliberaler Ideen wurden sogar Wahlen mit der Ankündigung, «den Gürtel enger zu schnallen», gewonnen, weil dem Wahlvolk die Staatsschuld unheimlich gemacht worden war. Wenn Politiker*innen Schulden machen, tun sie das nicht bedenkenlos, ignorieren nicht das Wohl der Wirtschaft, sondern haben es zum Ziel (→ Punkt 1). Großprojekte, die mehr öffentliche Gelder als geplant verschlingen, kommen natürlich trotzdem vor, was aber auf andere Gründe zurückzuführen ist als auf den Mythos, dass sich die Politik mit Schulden Zustimmung erkaufe.

Insbesondere seit 1998 und ab der Eurokrise wuchsen die Schulden zwar viel schneller als die Wirtschaftsleistung, was der Anstieg der Schuldenquote zeigt. Dies hing in

23 DIW Wochenbericht 29/2020, S. 522. **24** Otto Fricke (FDP), zit. n. Plenarprotokoll der 221. Sitzung des Bundestages, 15.4.2021, unter: https://dipbt.bundestag.de/dip21/btp/19/19221.pdf. **25** Wagschal, Uwe: Staatsverschuldung. Ursachen im internationalen Vergleich, Opladen 1996.

INSBESONDERE SEIT 1998 UND AB DER EUROKRISE WUCHSEN DIE SCHULDEN VIEL SCHNELLER ALS DIE WIRTSCHAFTSLEISTUNG. DIES HING ABER NICHT MIT DEN HOHEN AUSGABEN DES STAATES ZUSAMMEN, IM GEGENTEIL: ZWISCHEN 1998 UND DEM BEGINN DER GROSSEN FINANZKRISE 2008 GINGEN DIE STAATSAUSGABEN IN REALER RECHNUNG SOGAR ZURÜCK.

Deutschland aber nicht mit den hohen Ausgaben des Staates zusammen, im Gegenteil: Zwischen 1998 und dem Beginn der großen Finanzkrise 2008 gingen die Staatsausgaben in realer Rechnung (also abzüglich der Inflationsrate – zu Inflation siehe unten) sogar zurück. Die steigende Schuldenquote hatte damals zwei andere Gründe: Erstens wurden die Steuern in Deutschland seit 1998 stark gesenkt, insbesondere die Steuersätze für Wohlhabende, die Steuern auf Kapitaleinkommen (Abgeltungssteuer) und die Unternehmenssteuern. Im Jahr 2010 hätte der deutsche Staat 51 Milliarden Euro mehr eingenommen, hätten noch die Steuergesetze von 1998 gegolten.[26] Die Politik kauft also nicht Wählerstimmen, sondern macht Steuergeschenke an Vermögende. Der zweite Grund für die wachsende Staatsverschuldung war die Krise ab 2008. Als die Wirtschaftsleistung einbrach, die Unternehmen nicht mehr so viel investierten und die Haushalte nicht mehr so viel konsumierten, sprang der Staat ein. Er nahm Kredite auf, rettete Banken und ersetzte die ausgefallene private Nachfrage durch Staatsnachfrage, um die Krise abzumildern.[27] Dies ist ihm auch gelungen. Die Gewinne der deutschen Unternehmen erreichten schon 2011 wieder ein Rekordniveau, die Wirtschaft wuchs. Und obwohl die Schuldenstandsquote mit der Krise zunächst anstieg, ging sie schon bald zurück. Warum? Die Eurokrise hatte den Effekt, dass die Bundesrepublik sich de facto umsonst verschulden konnte. Vermögensbesitzer*innen wollten deutsche Staatsanleihen kaufen, keine aus Italien oder Spanien – die Zinsen sanken, kippten sogar ins Negative. Zwar sind die Staatsschulden auf Rekordniveau angestiegen, aber die Zinskosten dafür sind zu vernachlässigen. Gute Voraussetzungen, um während der Pandemie aus dem Vollen zu schöpfen. Aber auch in der Corona-Krise

26 Vgl. Hans-Böckler-Stiftung: Staatsausgaben trotz Krisenabwehr real kaum gestiegen, Pressemitteilung, 8.9.2011. **27** Dies gilt noch mehr für Länder wie Irland und Spanien. Dort war die Schuldenquote bis zur Krise stetig gesunken. Doch dann mussten die Regierungen ihre Banken retten. In der Folge stieg die Schuldenquote zwischen 2007 und 2012 in Irland von 28 auf 113 und in Spanien von 42 auf 80 Prozent des BIP. Das zeigt, wie absurd der Vorwurf der Verschwendung ist.

galt: Die Politik hat nicht aus Eigeninteresse den Staatshaushalt (→ Glossar) in die roten Zahlen getrieben, sondern um die deutsche Wirtschaft zu stützen (für FFP2-Masken für Hartz-IV-Empfänger*innen war hingegen kein Geld da). Darüber herrschte auch ein übergreifender Konsens zwischen allen Wirtschaftsinstituten. Strittig war nicht, dass der Staat in die roten Zahlen gehen sollte, sondern nur, in welcher Höhe, wofür das Geld ausgegeben werden sollte und was es bedeutet, wieder zur «Normalität» zurückzukehren.

5 «WIR MÜSSEN (BALD) SPAREN!»

Angesichts der steigenden Staatsschulden fordert ein Teil der Politiker*innen und Ökonom*innen, Deutschland müsse bald wieder mehr sparen. «Es ist eine klare Vorgabe der Schuldenbremse, dass die Finanzpolitik eine Antwort darauf geben muss, wie sie die aufgenommenen Kredite in Zukunft zurückzahlen will», so der ehemalige «Wirtschaftsweise» Lars Feld.[28] Und laut Deutscher Bank wird «ein großer Kassensturz nach der Bundestagswahl wohl unausweichlich sein».[29] Konservative Ökonom*innen meinen, der Staat müsse seine Ausgaben zurückfahren. Nicht ohne Grund hatte Christian Lindner – wie erwähnt – bereits vor der Wahl betont, der zukünftige Finanzminister werde öfters «Nein» sagen müssen,[30] und der Koalitionsvertrag kündigt an, dass «alle Ausgaben auf den Prüfstand gestellt werden».[31] Linkere Ökonom*innen hingegen meinen, der Staat müsse seine Einnahmen erhöhen, beispielsweise durch Steuererhöhungen bei Wohlhabenden.

Was ist dran?
«Sparen» ist für einen Staat gar nicht so leicht. Er ist ja kein privater Haushalt. Ein privater Haushalt kann tatsächlich im engeren Sinne sparen, also weniger Geld ausgeben. Da seine Einnahmen davon nicht berührt werden, kann der Haushalt so seine Schulden verringern. Anders ist dies beim Staat. Denn hier sind Ausgaben und Einnahmen nicht unabhängig voneinander. Eine Regierung kann zwar ebenfalls ihre Ausgaben kürzen. Dann aber fällt sie als Nachfrager aus, sie «kauft» zum Beispiel weniger Schulen, Straßen und Panzer. Oder sie entlässt Angestellte, die dann arbeitslos werden, ihren Lohn verlieren, weniger kaufen können und gleichzeitig als Arbeitslose Kosten verursachen. Oder der Staat kürzt die Rente, was die Kaufkraft der Rentner*innen schmälert. In jedem dieser Fälle sinkt der gesamtgesellschaftliche Konsum und damit sinken die Einnahmen des Staates. Ähnlich ist es, wenn der Staat bestimmte Steuern erhöht, zum Beispiel die Mehrwertsteuer. Dadurch werden die Waren teurer und die Kaufkraft der Konsument*innen schrumpft.

Sparen kann einen Staat also arm machen. Ein drastisches Beispiel hierfür waren die Sparprogramme ab dem Jahr 2010 in Griechenland: Die Regierung kürzte die Renten und Gehälter, entließ Tausende von Beamt*innen, erhöhte die Steuern und strich gleichzeitig ihre Ausgaben zusammen. Fol-

28 Boddenberg/Feld: Die Schuldenbremse hat sich in der Krise bewährt. **29** Becker, Sebastian: Bundeshaushalt 2021: Folgt auf den Kreditrausch schon bald der Schuldenkater? Aktueller Kommentar, Deutsche Bank, 3.12.2020. **30** Christian Linder distanziert sich von schwarzer Null, Manager Magazin, 13.9.2021. **31** SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP: Mehr Fortschritt wagen, S. 161.

ge: Der Konsum brach ein und mit ihm die gesamte Wirtschaftsleistung. Zwischen 2010 und 2014 sank das BIP um ein Viertel, hauptsächlich wegen der dem Land auferlegten Sparmaßnahmen. Damit gingen auch die Steuereinnahmen des Staates zurück. Zudem musste die Regierung mehr Geld für Erwerbslose ausgeben. Im Endeffekt führte das Sparprogramm zu einem Anstieg der Staatsschulden von 127 Prozent 2009 auf über 180 Prozent des BIP 2016.

In den meisten Fällen bedeutet «Sparen» deshalb nicht, dass der Staat nur noch so viel ausgibt, wie er einnimmt, oder dass er gar weniger ausgibt, als er einnimmt, und die Differenz «spart», also auf die hohe Kante legt. Dies passiert allenfalls in Krisenzeiten oder unter Druck, so wie im Falle Griechenlands. Üblicherweise aber geht es bei staatlichem Sparen weniger um die Frage, wie hoch die Ausgaben sein sollen, sondern darum, wofür das Geld ausgegeben werden soll. Wenn eine Regierung spart, schichtet sie ihre Ausgaben und Einnahmen um. Über «Sparprogramme» sollen die «Standortbedingungen» für Unternehmen verbessert werden, um das Wirtschaftswachstum zu erhöhen. Das Ziel ist dabei nicht eine Senkung der Schulden, sondern eine Senkung der Schuldenstandsquote – also eine Erhöhung des BIP im Verhältnis zu den Staatsschulden.

Dementsprechend sehen Sparprogramme dann meist auch aus: Die Steuern für Unternehmen, Vermögen oder Kapital werden nicht erhöht.[32] Stattdessen kürzt die Regierung Sozialausgaben und Löhne (vor allem im öffentlichen Dienst) und erhöht die Besteuerung des Konsums (Mehrwertsteuer). Daneben wird versucht, über gesetzliche Regelungen das Lohnniveau zu senken, um für die Unternehmen bessere Investitionsbedingungen zu schaffen, damit die Wirtschaftsleistung wächst und darüber die Schuldenquote sinkt. Eine weitere Maßnahme kann die Verlängerung der Lebensarbeitszeit sein: Vor dem Hintergrund gestiegener Schulden «rückt ein höheres Renteneintrittsalter stärker in den Fokus, würde dies doch die Einnahmeseite der Rentenversicherung stärken und zudem das Produktionspotenzial erhöhen. Ein solcher Schritt brächte somit eine doppelte Rendite», riet im Frühjahr 2021 eine Gruppe deutscher Wirtschaftsforschungsinstitute in ihrem Gemeinschaftsgutachten.[33]

In der Konsequenz heißt all dies, dass die Lohnabhängigen für die Krise zahlen. Die Aufgabe von Unternehmen und der Finanzmärkte (→ Glossar) scheint es dagegen zu sein, viel Geld zu verdienen und so das Wirtschaftswachstum anzutreiben. In

32 Der Koalitionsvertrag der Ampel sieht vielmehr – trotz Corona-Rekordschulden und notwendiger Investitionen – Steuergeschenke für Unternehmen vor. Sie sollen unter anderem durch «Superabschreibungen», erweiterte Verlustverrechnung bzw. die Ausweitung des Verlustvortrags und Modifizierungen beim sogenannten Optionsmodell für Personengesellschaften begünstigt werden. Das Volumen der Steuerersparnis für die Unternehmen ist noch unklar. SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP: Mehr Fortschritt wagen, S. 164 f. **33** Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Pandemie verzögert Aufschwung – Demografie bremst Wachstum, Essen 2021, unter: https://gemeinschaftsdiagnose.de/wp-content/uploads/2021/04/GD_F21_Langfassung_online.pdf. Am 8. Mai 2021 titelte das *Handelsblatt*: «Weniger Urlaub, weniger Feiertage, weniger Teilzeit: Wie Deutschland aus seinen Schulden herauswachsen könnte.» Bereits 2002 hatte Bundesfinanzminister Hans Eichel (SPD) vor der «tickenden Zeitbombe» Staatsverschuldung gewarnt (ARD-Magazin Panorama, 18.4.2002). Dem folgten zwischen 2003 und 2005 unter anderem die Hartz-Reformen sowie eine Liberalisierung der Zeitarbeit. Dies sorgte mit dafür, dass die Löhne in Deutschland im Durchschnitt zehn Jahre stagnierten.

WÜRDEN ZUM BEISPIEL ALLE STAATEN IRGENDWANN KEINE SCHULDEN MEHR MACHEN, SO BEKÄMEN DIE FINANZMÄRKTE EIN GROSSES PROBLEM.

diesem Sinne forderte der Präsident des Arbeitgeberverbands, Rainer Dulger, Ende 2020 ein «konsequentes Belastungsmoratorium» für die Unternehmen. «Denn wahr ist auch, dass das viele Geld auch irgendwann wieder verdient werden muss. Und zwar von denjenigen, die im nächsten Jahr den Aufschwung schultern sollen.»[34] Es ist also nicht so, dass «wir alle» sparen müssen. «Sparen» ist häufig ein Umverteilungsprogramm von unten nach oben.

Angemerkt sei hier noch: Viele Menschen sind für Sparsamkeit, weil sie sich eine Welt ohne Schulden wünschen. Sie übersehen dabei, dass Schulden immer Vermögen gegenüberstehen: Die rund 280 Billionen US-Dollar Schulden[35] weltweit sind eben nicht nur Schulden, sondern gleichzeitig das Vermögen der Gläubiger*innen. Anders gesagt: Der weltweite finanzielle Reichtum besteht vor allem aus Schulden, also aus Ansprüchen der Gläubiger*innen, die bezeichnenderweise auch «Sparer*innen» genannt werden. Wenn niemand mehr Schulden macht und alle sparen – wo soll der ganze Reichtum dann hin? Würden zum Beispiel alle Staaten irgendwann keine Schulden mehr machen, bekämen die Finanzmärkte ein großes Problem. Denn bei all ihrer riskanten Spekulation mit Derivaten, Rohstoffen und Aktien kennen die Finanzanleger*innen einen «sicheren Hafen»: Staatsanleihen, auf deren Wertbeständigkeit sie sich verlassen. Ende 2020 waren Anleihen von Regierungen in Höhe von 130 Billionen US-Dollar im Umlauf, sie bilden quasi das Fundament der Weltfinanzmärkte. «Moderne Finanzsysteme sind auf Staatsanleihen angewiesen.»[36] Das zeigt: Ohne Staatsanleihen – also ohne Staatsschulden – würde das ganze System ins Wanken geraten.

Die Finanzanleger*innen und Sparer*innen brauchen also Staatsanleihen als Rendite-Vehikel und halbwegs sichere Form

34 Rainer Dulger zit. n. Bundesministerium für Wirtschaft und Energie: Altmaier und der neue BDA-Präsident Dr. Dulger vereinbaren enge Abstimmung für wirtschaftlichen Aufschwung nach Corona-Pandemie, Pressemitteilung, 16.12.2020, unter: www.bmwi.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/2020/12/20201216-altmaier-bda-praesident-dr-dulger-vereinbaren-abstimmung-wirtschaftlichen-aufschwung-corona-pandemie.html. **35** Laut internationalem Bankeninstitut IIF teilte sich diese Summe im 4. Quartal 2020 folgendermaßen auf: Private Haushalte: 51 Billionen US-Dollar, Unternehmen außerhalb des Finanzsektors: 81 Billionen US-Dollar, Finanzsektor: 68 Billionen US-Dollar und Staaten: 82 Billionen US-Dollar. **36** Staatsanleihen spielen eine «herausragende Rolle als Sicherheit, Vehikel zur Aufbewahrung von Ersparnissen für die Alterssicherung und als Instrument der Liquiditätssicherung und des Eigenkapitalmanagements […]. Die nun mancherorts geforderte Entschuldung von Staaten würde nicht nur Kleinanleger erheblich treffen, […] sondern auch das Finanzsystem als Ganzes» (DIW Wochenbericht 44/2011, S. 9, unter: www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.388236.de/11-44.pdf).

der Geldanlage. Aus diesem Grund haben sie seit Anfang 2015 ein neues Problem: Die großen Zentralbanken in Europa, Nordamerika und Japan kaufen über Hunderte von Milliarden Staatsanleihen auf, um das Zinsniveau zu drücken (→ Teil II). Damit wird zum einen das Angebot an Anleihen knapp. Zum anderen steigen die Preise für Anleihen, spiegelbildlich sinkt ihre Rendite, also die Zinsen (→ Glossar und Punkt 7). Seit einigen Jahren bringen zum Beispiel zehnjährige deutsche Staatsanleihen für Anleger*innen keinen Ertrag mehr, die Rendite liegt seit 2015 nahe null Prozent und darunter. Das schafft Probleme für Banken, Versicherungen und die kapitalgedeckte Altersvorsorge, die alle von positiven Anleiherenditen abhängen. Man sieht: So wichtig ist Staatsverschuldung.

6 «ES DROHT DIE PLEITE!»

Angesichts gestiegener Schulden und ihrer Finanzierung durch die Aufnahme immer neuer Schulden wird zuweilen davor gewarnt, zum Beispiel von AfD-Mitgründer Bernd Lucke, dass auch Ländern wie Deutschland die «Staatspleite» drohe.[37] Andere Länder wie Griechenland und Argentinien haben eine solche Pleite schon hinter sich. Und bereits vor zehn Jahren fragte die *Bild*-Zeitung (13.7.2011) auf ihrer Titelseite «Ist die ganze Welt bald pleite?»

Was ist dran?
Eines ist schon klar: «Die ganze Welt» kann nicht pleite sein. Denn den globalen Schulden stehen globale Forderungen, also Vermögen in gleicher Höhe gegenüber (→ Punkt 3). Bei einzelnen Staaten kann dies jedoch anders sein. Aber wann ist ein Staat pleite? Und was bedeutet «pleite» überhaupt?

«Pleite» ist ein schwieriger Begriff, wenn man ihn auf Staaten anwendet. Bei einem Unternehmen ist es leicht: Die Firma kann ihre Rechnungen oder Zinsen nicht mehr bezahlen und erhält von den Banken keinen Kredit mehr. Es folgt das Insolvenzverfahren. Kommt die Insolvenzverwaltung zu dem Schluss, dass nichts mehr zu retten ist, wird das Unternehmen aufgelöst. Was zu verkaufen ist, wird verkauft, und die Gläubiger*innen werden aus den Verkaufserlösen so gut es geht bedient. Dann ist die Firma weg.

Wann aber ist ein Staat pleite? An der Höhe der Schulden lässt sich das nicht festmachen und auch nicht am Verhältnis der Schulden zum BIP. So galt Griechenland im Jahr 2010 mit Schulden von 140 Prozent des BIP als insolvent, Argentinien im Jahr 2001 sogar mit nur 50 Prozent. Japan hingegen gilt 2021 mit einer Schuldenquote von 240 Prozent des BIP als relativ solide.

Auch die sogenannte Zinslastquote (→ Glossar) – also wie viel der Staat jedes Jahr für Kreditzinsen zahlen muss – ist kein eindeutiger Indikator für eine Zahlungsunfähigkeit. Als Griechenland Ende 2009 in die Krise geriet, musste es Zinsen in Höhe von fünf Prozent seines BIP zahlen. Das ist relativ viel. Im Jahr 1996 war die Summe allerdings doppelt so hoch.

37 Bernd Lucke zit. n. Fugmann, Markus: Bernd Lucke: Warum selbst Deutschland die Staatspleite droht!, finanzmarktwelt, 25.5.2018, unter:https://finanzmarktwelt.de/bernd-lucke-warum-selbst-deutschland-die-staatspleite-droht-91052/.

INSOLVENZ VON STAATEN TRITT ALSO NICHT AB EINER BESTIMMTEN SCHULDENHÖHE EIN, SONDERN IST ABHÄNGIG VON DER EINSCHÄTZUNG DER GELDGEBER, DER FINANZMÄRKTE. SIE SIND DIE RICHTER.

Was Regierungen zudem von Privathaushalten oder Unternehmen unterscheidet: Sie können ihre Ausgaben und Einnahmen souverän festlegen. Fehlt ihnen Geld, können sie einfach die Steuern erhöhen oder die Ausgaben zum Beispiel für Arbeitslose senken (das hat natürlich seine Grenzen, → Punkt 5). Oder eine Regierung kann versuchen, sich an den internationalen Finanzmärkten mehr Geld zu leihen. Klappt das nicht, kann sie die heimischen Finanzunternehmen auch schlicht dazu zwingen, ihr Geld zu niedrigen Zinsen zu leihen.[38] Ein Staat kann sich auch bei sich selbst verschulden: Die Regierung legt eine Anleihe auf und die Zentralbank des Landes kauft diese Anleihe. In diesem Fall druckt die Zentralbank Geld und leiht es der Regierung. Die meisten Zentralbanken der Welt tun dies in mehr oder weniger starkem Maß (→ Teil II). Eine Regierung hat also viele Möglichkeiten, ihre Zahlungsfähigkeit zu sichern.[39] Man könnte also sagen: Eine Staatspleite naht,

- wenn eine Regierung sehr hohe Schulden hat,
- wenn sie immer neue Schulden aufnehmen muss, um ihre Ausgaben zu finanzieren und ihre Altschulden zu bedienen,
- wenn sie diese neuen Kredite nur zu hohen Zinsen erhält, sodass die Schuldenquote des Landes immer schneller steigt und prozentual immer mehr Staatsausgaben in den Schuldendienst fließen.

Insolvenz von Staaten tritt also nicht ab einer bestimmten Schuldenhöhe ein, sondern ist abhängig von der Einschätzung der Geldgeber, der Finanzmärkte. Sie sind die Richter. Verlieren die Finanzmärkte das Vertrauen in die Zahlungsfähigkeit eines Landes, steigen die Zinsen, was zu einer Schuldenkrise führen kann. Wie zum Beispiel in Griechenland ab 2010.

Anders als ein Unternehmen kann ein Staat im Falle einer Pleite aber nicht vom Erdboden verschwinden.[40] Insolvenz bedeutet daher, dass eine Regierung mit ihren Gläubigern – zumeist Banken – eine Erleichterung der Schuldenlast verhandelt: Rückzahlungsfristen werden verlängert, Schulden werden gestrichen oder die Zinsen gesenkt. Stimmen die Gläubiger dem zu, sinkt der Schuldenstand, und das Land ist wieder zahlungsfähig. Von einem derartigen Schuldenerlass profitierte auch Deutschland:

38 Bekannt ist diese Technik als «finanzielle Repression» (→ Teil II). **39** Dies gilt für große Industrieländer. Entwicklungsländer wie Argentinien, die sich in ausländischer Währung verschulden, haben weniger Freiräume. Muss ein Entwicklungsland Schulden beispielsweise in US-Dollar bedienen, kann es diese natürlich nicht einfach drucken. **40** Ausnahmen bestätigen die Regel: Als Neufundland in den 1930er Jahren überschuldet war, lösten sich Parlament und Regierung auf und der unabhängige Staat Neufundland wurde zu einer Provinz Kanadas.

1953 wurden ihm die im Ausland aufgelaufenen Vorkriegsschulden zur Hälfte erlassen. Der Versuch, eine Art Insolvenzrecht für Staaten im Rahmen des Internationalen Währungsfonds (IWF) zu installieren (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM), scheiterte endgültig 2003 an einer Koalition aus Schwellenländern und den USA. Erstere scheuten das Makel potenzieller Pleitekandidaten, die USA die Einschränkung ihres finanzpolitischen Spielraums.[41]

Man sieht: Schulden sind ein Vertrag zwischen zwei oder mehreren Parteien. Und Verträge können verändert oder annulliert werden. Oder es wird auf ihre Einhaltung bestanden. Die Pleite eines Staates ist somit eine politische Entscheidung: Sie tritt ein, wenn die Regierung eines überschuldeten Landes feststellt, dass die Schulden zu hoch sind und sie sie nicht weiterhin tragen kann oder will.[42] Davon sind Länder wie Deutschland oder die Vereinigten Staaten weit entfernt. Ihnen wird weiter Geld zu niedrigen Zinsen geliehen, weil ihre Schuldscheine das sichere Fundament der Weltfinanzmärkte sind (→ Punkt 5).

7 «DIE FINANZMÄRKTE ZÄHMEN DIE POLITIK»

Gerade marktliberale Denker*innen loben die Finanzmärkte. Denn diese Märkte leihen Regierungen Geld und prüfen permanent, ob ein Staat ein guter Schuldner und eine rentable Einnahmequelle ist und daher ihr Vertrauen verdient. Sie gelten als die «fünfte Gewalt» im Staate. Je solider ein Staat finanziell eingeschätzt wird, desto weniger Zinsen verlangen die Märkte für ihre Kredite. Macht ein Staat viele Schulden, so steigt tendenziell der Zins, das macht die Schuldenbedienung immer schwerer und neue Kredite immer teurer. So wie im Falle Griechenlands, Irlands und Portugals in den Jahren 2010 und 2011, als die Zinsen so stark stiegen, dass diese Länder neue Kredite nicht mehr bezahlen konnten und daher vor der Pleite standen.

Dies ist die «Zinskeule des Finanzmarktes», lobte die *Frankfurter Allgemeine Zeitung:* «Nur diese eine Sprache versteht die Politik wirklich, nur diese zwingt sie zur Reaktion» (FAZ, 16.8.2011), das heißt zum Schuldenabbau. Und Jens Weidmann, Präsident der Deutschen Bundesbank bis Ende 2021, sah in den steigenden Zinsen «einen Antrieb für Politiker, ihre Hausaufgaben zu machen und durch Reformen das Vertrauen der Finanzmärkte wiederzugewinnen» (Reuters, 18.4.2012). Mit diesem Zinsanstieg drohte er auch in der Corona-Pandemie: Die deutsche Regierung solle sich nicht auf niedrige Zinsen verlassen, so Weidmann Ende 2020: «In ihrem eigenen Interesse sollten sich Regierungen auf einen Anstieg der Zinsen vorbereiten und nicht so tun, als ob jede Schuldenlast mühelos finanzierbar sein wird.»[43]

41 Kellermann, Christian: Die Organisation des Washington Consensus. Der Internationale Währungsfonds und seine Rolle in der internationalen Finanzarchitektur, Bielefeld 2006, S. 209 ff. **42** Ein Staat kann die Bedienung der Schulden auch einfach verweigern. Als die USA zum Beispiel nach dem Spanisch-Amerikanischen Krieg 1898 Kuba besetzten, erkannten sie die Schulden der spanischen Vorgängerregierung schlicht nicht an. Da die USA sehr mächtig waren, konnte Spanien die Bedienung der Schulden nicht durchsetzen. Man sieht: Schulden sind ein Rechtsverhältnis – es gilt das Recht des Stärkeren. **43** Weidmann, Jens: «Es wäre auch wirtschaftlich kontraproduktiv, zu schnell zu lockern», Interview, Deutsche Bundesbank, 31.12.2020, unter: www.bundesbank.de/de/presse/interviews/-es-waere-auch-wirtschaftlich-kontraproduktiv-zu-schnell-zu-lockern--855436.

Was ist dran?
An den Finanzmärkten, also bei Banken, Investmentfonds und Versicherungen, sammelt sich das Geld der Welt – das Geld der Reichen und das Geld der «kleinen Leute», die zum Beispiel über Lebens- und Rentenversicherungen für das Alter sparen (wobei die Sparquote der Ärmsten gegen Null tendiert). Im eigenen oder im Auftrag ihrer Kunden*innen legen die Finanzinstitute das Geld an. Kurz: Sie wollen es vermehren. Weil die Anlage nicht ohne Risiko ist und gerade dann, wenn das Zinsniveau niedrig ist, mehr Risiko eingegangen wird, um höhere Erträge zu erzielen, brauchen Investor*innen ein Standbein, einen sicheren Hafen – nicht zuletzt, um sich bei der Zentralbank mit frischem Geld versorgen zu können (→ Teil II). Deshalb sind Staatsanleihen bei Anlegern beliebt, da sie als sicher gelten. Schließlich ist der Staat ein verlässlicher Schuldner. Er kann – im Gegensatz zu Unternehmen oder Privathaushalten – Geld einfach drucken oder bei seiner Bevölkerung eintreiben.

Die Finanzinstitute kaufen Staatsanleihen – und können sie auch sofort wieder verkaufen. Nämlich an der Börse (→ Glossar). Das ist ihnen erlaubt. Staatsanleihen werden permanent gehandelt. Sie haben einen Preis, der sich laufend ändert. Staatsanleihen sind also auch Spekulationsobjekte.

DIE FINANZMÄRKTE SIND DIE GESAMTHEIT DER GELDANLEGER, DIE ALLE MÖGLICHST VIEL AN IHREN KAPITALANLAGEN VERDIENEN WOLLEN. DAHER REGIEREN AN DEN MÄRKTEN HERDENTRIEB UND SPEKULATION.

Doch sind Finanzmärkte kein einzelner handelnder Akteur zur Bewertung der Solidität von Staaten. Vielmehr sind die Finanzmärkte die Gesamtheit der Geldanleger*innen, die alle möglichst viel an ihren Kapitalanlagen verdienen wollen. Daher regieren an den Märkten Herden-

trieb und Spekulation.[44] Ein Beispiel: Im Herbst 2009 kamen Zweifel – erst einmal nur Zweifel! – an der Zahlungsfähigkeit Griechenlands auf. Daraufhin stießen einige Anleger ihre Griechenland-Papiere ab, weil sie fürchteten, dass die Anleihen an Wert verlieren würden. Allein diese Furcht vor Verlusten drückte die Preise der Anleihen also weiter. Das war das Signal für andere Anleger, ihre Griechenland-Anleihen auch abzustoßen, was den Wert dieser Papiere noch stärker drückte – Herdentrieb in Reinform.

Dieser Wertverlust der Anleihen hat wiederum Auswirkungen auf die Finanzen des Staates. Wie das? Ein stark vereinfachtes Beispiel: Der Staat leiht sich eine Million Euro, gibt also eine Anleihe aus. Auf diese Anleihe zahlt er einen festen Zins, sagen wir fünf Prozent. Der Anleger leiht dem Staat also eine Million und kassiert dafür 50.000 Euro an Zinsen (fünf Prozent auf eine Million Euro). Fällt der Preis der Anleihe an den Finanzmärkten um 20 Prozent, kann ein Anleger sie an der Börse für nur noch 800.000 Euro kaufen. Damit ist die Rendite der Anleihe gestiegen, da der Staat ja weiter 50.000 Euro Zinsen zahlt. Die Rendite beträgt jetzt 6,25 Prozent (50.000 Euro auf ein Kapital von 800.000). Will die Regierung nun eine neue Anleihe verkaufen, orientiert sich der Zins der neuen Anleihe an der Rendite der alten. Der Staat muss den Anlegern also nicht mehr fünf Prozent, sondern 6,25 Prozent bieten (ausführlicher zu Staatsanleihen → Glossar). Als Anfang 2010 griechische Anleihen abstürzten, schoss damit ihre Rendite in die Höhe, und neue Kredite wurden für Athen sehr teuer.[45]

Dies wiederum wurde an den Märkten als Zeichen interpretiert, dass Griechenland Probleme mit der Rückzahlung bekommen könnte. Folge: Die Anleihen sanken weiter, die Rendite stieg. Ein Teufelskreis, bei dem die Finanzmärkte nicht die Kreditwürdigkeit des Staates neutral bewerteten, sondern diese Bewertung vielmehr die Kreditwürdigkeit beschädigte. Die Anleger erwarteten Finanzprobleme Griechenlands, ließen die Anleihen fallen und führten so die Krise herbei. Gleichzeitig wurden andere Länder «angesteckt»: Um erwartete Verluste zu vermeiden, warfen Anleger Anleihen von Portugal und Irland auf den Markt – mit den gleichen Folgen.

Insofern stimmt es: Staaten hängen bei ihrer Finanzierung vom Urteil der Finanzmärkte ab. Es stimmt aber nicht, dass die Märkte die Politik wie ein Raubtier «zähmen» – dass also den «wilden» Staaten «vernünftige» Anleger gegenüberstehen.[46] Denn erstens sind Finanzmärkte nicht vernünftig, in diesem Zirkus regieren Herdentrieb und sich selbst erfüllende Prophezeiungen. Und zweitens: Selbst in normalen Zeiten bewerten Investoren die Staaten der Welt anhand eines schlichten Maßstabs: eine möglichst sichere und hohe Rendite. Sie behandeln Menschen, Betriebe, Län-

44 «Spekulation» bedeutet an dieser Stelle, dass Käufe und Verkäufe an den Finanzmärkten auf der erwarteten Wertentwicklung von Finanzanlagen gründen. Also: Ein Wertpapier wird gekauft, wenn ein Anstieg seines Preises erwartet wird. Handeln viele Finanzmarktakteure so, dann führt die wachsende Nachfrage nach diesem Wertpapier zu einem Kursanstieg – der Kurs steigt, weil sein Anstieg erwartet wird. **45** Zu den Gründen für den Absturz vgl. Kaufmann, Stephan: «Die Halbstarken von Athen». Fünf Jahre Euro-Krise. Irrtümer, Interessen und Profiteure, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Materialien 7, Berlin 2015, S. 29 f., unter: www.rosalux.de/publikation/id/4112. **46** Was *Der Spiegel* aber glaubt: «Die ominösen Finanzmärkte sind weder gut noch böse, sie agieren nur vernünftig.» (Spiegel 32/2011)

der und ganze Kontinente wie eine Maschine zur permanenten Geldvermehrung und unterwerfen sie diesem Maßstab. Das ist zwar in der Logik der Profitmaximierung rational, aber was soll daran vernünftig sein?

8 «SOLL MAN DIE SCHULDEN DOCH EINFACH STREICHEN!»

Wenn Schulden ein so großes Problem für die Wirtschaft vieler Staaten, für die Weltwirtschaft und für Millionen von Menschen sind, dann liegt die Frage nahe: Warum streicht man nicht einfach diese Schulden? So forderte Ende 2020 die in Italien mitregierende Fünf-Sterne-Bewegung, jene Corona-bedingten Staatsschulden zu streichen, die von der Europäischen Zentralbank gehalten werden. Ein solcher Schuldenerlass sei nicht nur fair, sondern auch leicht durchführbar. Auch das von über 600 Organisationen getragene Entschuldungsbündnis «Erlassjahr» fordert regelmäßig, dass armen Staaten die Schulden gestrichen werden sollen. Das sei rechtlich machbar und aus einer Entwicklungsperspektive dringend geboten.

Was ist dran?
So einfach ist das mit dem Schuldenstreichen nicht. Dafür gibt es – abgesehen von rechtlichen Erwägungen – drei Gründe:

Erstens: Die Schulden, die den Staat so drücken, sind an anderer Stelle Vermögen. Für die Gläubiger (Banken, Fonds, Versicherungen) sind die Staatsanleihen Kapital – Geldkapital, also eine angelegte Geldsumme, die einen Ertrag abwirft. Entlastet man die Staaten durch Schuldenstreichung, dann entwerten sich diese Vermögen.[47] So kann eine Bank schnell bankrottgehen. Wie zum Beispiel in den USA in den 1980er Jahren: Als damals in den Vereinigten Staaten die Zinsen stark stiegen, konnten viele Staaten ihre Schulden nicht mehr bedienen. In der Folge brachen mehr US-Banken zusammen als zur Zeit der Weltwirtschaftskrise 1929. Mächtige Interessen stehen also einem Schuldenschnitt entgegen – die Interessen der Vermögenden. Diese Gefahr von Vermögensverlusten des Privatsektors besteht allerdings nicht, wenn eine Zentralbank die Schulden hält. Denn sie kann sich durch die Schaffung von Zentralbankgeld selbst finanzieren (→ Teil II).

Zweitens besteht die Gefahr eines Dominoeffekts, so wie im Falle Griechenlands im Jahr 2011. Da beschloss die Europäische Union, Athen einen Teil der Schulden zu erlassen bzw. die Schulden zu strecken. Dies bedeutete Verluste für die Gläubiger, also Banken, Fonds und Versicherungen. Viele dieser Gläubiger fürchteten nun, dass auch Portugal oder Irland Schulden erlassen werden könnten. Infolgedessen verkauften sie ihre Portugal- und Irland-Anleihen, was die Situation dieser Länder verschärfte (→ Punkt 7). Auch auf diese Weise kann eine Finanzmarktkrise entstehen.

Drittens: Verweigert ein Staat die Bedienung seiner Schulden oder streicht sie, kann er sich sicher sein, dass die Geldge-

47 Dies geschieht übrigens auch, wenn bloß die Zinsen für Anleihen zwecks Schuldenerleichterung gesenkt werden. Denn der Wert einer Anleihe bemisst sich nach ihrem Ertrag, also nach der Rendite, die sie abwirft. Sinkt sie, so sinkt der Wert der gesamten Anleihe.

SCHULDENSTREICHUNGEN FUNKTIONIEREN NUR MIT DER ZUSTIMMUNG UND ZUM WOHLE DER GLÄUBIGER. DEMENTSPRECHEND SELTEN UND GERINGFÜGIG SIND SIE.

ber sich dies merken. Bei jeder Streichung «werden sich Anleger fragen, ob das Thema Schuldenstreichung sie nicht auch bald erreichen wird», so Holger Schmieding von der Berenberg Bank. Das sorge für Unsicherheit, für Risikoscheue und am Ende für höhere Zinsen[48] (→ Punkt 7). Der US-amerikanische Ökonom Barry Eichengreen nennt das eine «Erbsünde». Die staatliche Kreditwürdigkeit wäre dahin, zumindest eine Zeit lang.[49] Und jeder Staat weiß: Bald braucht er neue Kredite. Mit einer Schuldenstreichung gefährdet er so die Finanzierung seiner eigenen Politik.

Zuweilen stimmen die Gläubiger einer Schuldenstreichung, also einer Reduktion ihrer Forderungen, zu – so wie im Falle Griechenlands 2011.[50] Nämlich dann, wenn sie davon ausgehen, dass ein Staat so hoch verschuldet ist, dass er nicht mehr die gesamten aufgelaufenen Schulden bedienen kann. Die Streichung eines Teils der Schuld soll den Staat dann in die Lage versetzen, die Restschuld zuverlässig zu bedienen. Die Schuldenstreichung dient dann nicht einfach dazu, den Schuldner zu entlasten. Vielmehr soll diese Entlastung die verbliebenen Forderungen der Gläubiger retten. Schuldenstreichungen funktionieren daher nur mit der Zustimmung und zum Wohle der Gläubiger. Dementsprechend selten und geringfügig sind sie.

9 «WIR BRAUCHEN STRENGE REGELN»

Um die Staatsschulden zu begrenzen, haben sich Regierungen Regeln gegeben. So nahm die Bundesregierung im Jahr 2009 eine Schuldenbremse in die Verfassung auf. Ihr zufolge darf die Neuverschuldung des Bundes 0,35 Prozent des BIP nicht übersteigen. Die Bundesländer dürfen gar keinen neuen Kredit aufnehmen. Für andere europäische Länder wurden 2011 im Rahmen des europäischen Fiskalpakts ähnliche Schuldenbremsen beschlossen. Da diese Bremse im Falle von Naturkatastrophen oder einer Rezession Ausnahmen zulässt, war den Staaten im Zuge der Corona-Pandemie eine höhere Verschuldung erlaubt. Forderungen nach einer Abschaffung der Schuldenbremse wurden jedoch bisher zurückgewiesen – sowohl vom ehemaligen Bundesfinanzminister in den Corona-Jahren 2020/21 und neuen Bundeskanzler Olaf Scholz (SPD)[51] als auch

48 Holger Schmieding zit. n. Piper, Nikolaus: Schulden streichen, Süddeutsche Zeitung, 12.11.2020, unter: www.sueddeutsche.de/wirtschaft/pipers-welt-schulden-streichen-1.5113658. **49** Kein Wunder also, dass Russland, das nach der Revolution 1917 die Auslandsschulden strich, nach 1990 die alten Schulden wieder zu bedienen begann – nur um die «Erbsünde» loszuwerden. **50** Zum griechischen Schuldenerlass vgl. Kaufmann: «Die Halbstarken von Athen». **51** Scholz will Schuldenbremse ab 2022 wieder einhalten, Spiegel Online, 29.8.2020, unter: www.spiegel.de/politik/deutschland/olaf-scholz-will-schuldenbremse-ab-2022-wieder-einhalten-a-fa0a2ab8-cb84-48ed-87ef-08a300609a35.

im aktuellen Koalitionsvertrag der Ampel. Zwar soll es Änderungen an der Mechanik der Schuldenbremse geben, um den finanzpolitischen Spielraum etwas auszuweiten – so soll das sogenannte Konjunkturbereinigungsverfahren angepasst werden, was bedeutet, dass die Folgen von Wirtschaftskrisen stärker bei der Möglichkeit von staatlicher Kreditaufnahme berücksichtigt werden können (siehe unten). Dennoch wird die Schuldenbremse weiterhin Verfassungsrang haben, denn, so der ehemalige «Wirtschaftsweise» Lars Feld noch vor der Bundestagswahl, ein Ende der Schuldenbremse «schade der Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik. Wir sind daher klug beraten, nicht an der Schuldenbremse zu rütteln, sondern sollten das bestehende Regelwerk – nicht zuletzt mit Blick auf Europa – jetzt und in Zukunft konsequent anwenden.»[52] Dieser Position liegt die Vorstellung zugrunde: Wenn die Politik nicht sparsam haushalten will, dann muss sie eben per Gesetz dazu gezwungen werden. Deshalb war Feld auch ganz optimistisch. Auf die Frage, ob die Schuldenbremse die Corona-Pandemie überleben werde, antwortete er: «Das Wunderschöne an ihr ist, dass sie im Grundgesetz steht. Folglich ist für eine Änderung eine Zweidrittelmehrheit in Bundestag und Bundesrat erforderlich, in der jetzigen Konstellation gibt es die nicht.»[53]

Was ist dran?

Auffällig ist: Bereits vor der Einführung der Schuldenbremse gab es verschiedene Regeln, die die Ausgaben der Regierung begrenzen sollten. Zum Beispiel den Euro-Stabilitätspakt. Er legt fest, dass ein Euroland nur eine Neuverschuldung von maximal drei Prozent des BIP haben darf und eine Schuldenquote von maximal 60 Prozent des BIP. Viele Länder haben jedoch häufig gegen diese Regel verstoßen – insbesondere Deutschland. Warum garantieren derartige Regeln keine sinkenden Staatsschulden? Der Grund dafür ist einfach: «Stabilität» der Staatsfinanzen lässt sich nicht verordnen. Wirtschaftliche Dynamik verläuft nicht nach Vorschrift und Krisen machen mit den Wirtschaftsministerien keinen Termin aus. Sicher,

«STABILITÄT» DER STAATSFINANZEN LÄSST SICH NICHT VERORDNEN. WIRTSCHAFTLICHE DYNAMIK VERLÄUFT NICHT NACH VORSCHRIFT UND KRISEN MACHEN MIT DEN WIRTSCHAFTSMINISTERIEN KEINEN TERMIN AUS.

52 Boddenberg/Feld: Die Schuldenbremse hat sich in der Krise bewährt. **53** Feld, Lars: «Für viele in der SPD bin ich ein rotes Tuch», Interview, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 7.3.2021, unter: www.faz.net/-gqe-a9bq3.

über Regeln können Staatsausgaben einfach begrenzt (oder Einnahmen erhöht) werden. Nur wirkt dies unter Umständen schädlich, wenn zum Beispiel die Konjunktur einbricht. Dann muss der Staat Kredite aufnehmen und Geld ausgeben, um Schlimmeres zu verhindern. Unterlässt er dies, um die Schuldenregel nicht zu brechen, kann sich die Krise vertiefen. Dadurch wiederum sinkt die Wirtschaftsleistung, und die Schuldenquote steigt, gerade weil der Staat sich so strikt an diese Regel hält (→ Punkt 5).

Deshalb werden diese Regeln auf europäischer Ebene ebenso oft unterlaufen, wie sie, ist genügend politischer Druck vorhanden, modifiziert werden:[54] Frankreich setzte etwa 1997 durch, dass der mit der Einführung des Euro von Deutschland geforderte Stabilitätspakt nur als Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) realisiert wurde. Auch dem Fiskalpakt wurde 2012 auf Druck von anderen Ländern eine Wachstumskomponente zur Seite gestellt. Alle EU-Regeln wurden jedoch Anfang 2020 aufgrund der Pandemie und der absehbaren Kosten, die auf die Staaten zukommen würden, ausgesetzt.[55] Im Koalitionsvertrag der Ampel ist die Bereitschaft zu erkennen, die europäischen Fiskalregeln und den SWP zu modifizieren, weil die letzten großen Krisen gezeigt haben, dass sie einschränkend wirken.[56] Bei der Frage nach Schuldenregeln ist demnach vor allem interessant, welcher Staat sie aussetzen oder modifizieren kann und welcher nicht, und: Warum beschließen Staaten Schuldenbegrenzungsregeln dann überhaupt noch, wenn sie doch offenbar kaum einzuhalten sind?

Antwort: Diese Regeln machen es einer Regierung leicht, Ausgabensenkungen oder Steuererhöhungen politisch durchzusetzen. Sie kann einfach auf die Regel verweisen und ihre Politik damit begründen, das Gesetz verlange diese Schritte, ihr seien die Hände gebunden. Schuldenregeln sind deshalb ein politisch in Kraft gesetzter Sachzwang.

Ähnlich funktioniert das bei dem von der Europäischen Union beschlossenen Euro-Plus-Pakt und dem Europäischen Semester, Verträge, die die Mitgliedstaaten auf mehr Wettbewerbsfähigkeit und auf Schuldensenkung verpflichten. Dabei sieht die Europäische Union in den Lohnstückkosten einen wichtigen Indikator für «Wettbewerbsfähigkeit». Der Pakt sieht nun vor, dass die Lohnbildung in allen Staaten überprüft wird. Ziel sind moderate Lohnabschlüsse (vor allem im öffentlichen Sektor), steuerliche «Entlastung» des «Faktors Arbeit» und Arbeitsmarktreformen, die die Arbeit «flexibilisieren», also billiger machen sollen. Durch den Euro-Plus-Pakt wirken diese Lohnsenkungen nicht mehr wie (kritisierbare) politische Beschlüsse, sondern schlicht wie eine (alternativlose) Folge der Rechtslage.

54 In den USA existiert eine andere Regel: die Schuldenobergrenze. Sie kann nur mit Zustimmung des Kongresses angehoben werden – was allerdings regelmäßig geschieht. Die Schuldenobergrenze begrenzt also nicht die Staatsschulden, sondern macht ihre Erhöhung nur zu einem Machtkampf zwischen Regierung und Opposition. **55** EU setzt Defizitregeln aus, tagesschau.de, 20.3.2020, unter: www.tagesschau.de/ausland/corona-eu-defizitregeln-101.html. **56** So verspricht der Koalitionsvertrag einerseits eine «Weiterentwicklung der fiskalpolitischen Regeln», andererseits soll dies aber dazu dienen, ihre «Durchsetzung zu stärken». Einerseits werden die Schuldenregeln also von der Politik als zu eng kritisiert, andererseits sollen sie aber weiter gelten; vgl. SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP: Mehr Fortschritt wagen, S. 133.

Strengere Regeln sind daher eine Form der «autoritären Stabilisierung», die auch zwischenstaatlich funktioniert: So wird für die Beibehaltung der deutschen Schuldenbremse argumentiert, ihre Abschaffung wäre «ein Freifahrschein für die Länder im Süden der Währungsunion, die immer noch zu hoch verschuldet sind […]. Sie werden sich fragen, warum sie Staatsschulden senken sollen, wenn sich selbst Deutschland nicht an Regeln hält.»[57] Die Schuldenbremse dient hier als Instrument, um Druck auf andere Eurostaaten auszuüben.

Eine Anmerkung: Wenn Ökonom*innen und Politiker*innen für die Schuldenbremse damit werben, sie stärke die «Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik», dann ist der Adressat dieser Botschaft nicht die ganze Bevölkerung. Es sind vielmehr die Anleger an den Finanzmärkten. Glaubwürdig soll die Politik vor allem in den Augen der Gläubiger sein, die dem Staat ihr Geld leihen. Um ihr Vertrauen wird geworben (→ Punkt 7).

10 «WIR MÜSSEN INVESTIEREN!»

Seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie sind die Stimmen leiser geworden, die eine Senkung der Schulden durch Sparsamkeit fordern. Stattdessen, so heißt es, müssten die Staaten mehr Schulden aufnehmen und das geliehene Geld «investieren», zum Beispiel in den Ausbau der Infrastruktur, in Bildung oder Klimaschutz. Die Bedingungen dafür seien derzeit «optimal», so Grünenchef Robert Habeck und DGB-Vorsitzender Reiner Hoffmann Anfang 2021: «Wenn man Kredite zu null Zinsen aufnehmen kann, diese Kredite nutzt, zu investieren, dadurch die Wirtschaft nach der Krise gedeiht, neue Arbeitsplätze schafft und so Steuern eingenommen werden, schrumpfen die Schulden.»[58] Auf diese Weise könne Deutschland aus seinen Schulden herauswachsen. Und auch der Koalitionsvertrag der Ampel unterstreicht die Notwendigkeit von «Investitionen in die Zukunft»: «Die 2020er-Jahre wollen wir zu einem Jahrzehnt der Zukunftsinvestitionen, insbesondere in Klimaschutz, Digitalisierung, Bildung und Forschung sowie die Infrastruktur, machen.» Diese Ausgaben seien «eine entscheidende Voraussetzung für langfristig tragfähige Staatsfinanzen».[59]

Was ist dran?
Es ist zutreffend, dass höhere Schulden kein großes Problem sind, wenn die Wirtschaftsleistung mitwächst. Steigt das BIP entsprechend stark, kann die Schuldenquote sogar sinken, obwohl die Schulden steigen. Ein niedriges Zinsniveau kann diesen Effekt verstärken, da Kredite billig sind. Doch ganz so einfach ist es nicht.

Erstens ist nicht garantiert, dass die Zinsen so niedrig bleiben. Irgendwann müssen die aufgenommenen Schulden durch neue refinanziert werden. Und wenn dann das Zinsniveau höher ist, steigen die Kosten der Schulden.

57 Commerzbank: Economic Insight, 10.9.2019. **58** Habeck, Robert/Hoffmann, Reiner: Die Linke droht sich im Widerspruch zu verheddern, Frankfurter Allgemeinen Zeitung, 5.1.2021, unter: www.faz.net/aktuell/wirtschaft/habeck-dgb-chef-linke-droht-sich-im-widerspruch-zu-verheddern-17130455.html. **59** SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP: Mehr Fortschritt wagen, S. 158.

Zweitens: Die Rechnung geht nur auf, wenn das BIP wächst, die Schulden also das Wirtschaftswachstum befördern. Damit liegt die Frage auf dem Tisch: Wie gibt man das geliehene Geld so aus, dass die Wirtschaftsleistung zunimmt? Die Antwort ist nicht trivial. Denn allgemeines und dauerhaftes Wirtschaftswachstum ist kaum damit zu bewerkstelligen, dass staatlich finanzierte Löhne den Privatkonsum ankurbeln oder einzelne Unternehmen Staatsaufträge an Land ziehen und damit Geld verdienen. Auch wenn ein Staat stattdessen in seine Infrastruktur «investiert», also beispielsweise eine Brücke baut, so schafft er damit zunächst nur die Voraussetzung für Wachstum. Bewerkstelligen muss dieses Wachstum dann die private Wirtschaft – etwa dadurch, dass die Brücke die Fahrtzeiten zwischen zwei Orten verkürzt, die Unternehmen dadurch Kosten sparen und sich ihre Gewinnaussichten verbessern, was sie zu Investitionen anreizt. Staatliche Investitionen sind daher eine Spekulation auf private Investitionen. Ob sie tatsächlich getätigt werden, ist prinzipiell offen. Verspekuliert sich der Staat, hat er höhere Schulden und die Brücke führt ins Nirgendwo.

Drittens: Staatsausgaben müssen die Wirtschaftsleistung erhöhen – dabei ergibt sich ein Messproblem: Wie kann man herausfinden, ob eine bestimmte Staatsausgabe Wachstum bewirkt hat und in welchem Umfang? Woher weiß man, dass es die Brücke war, die die Konjunktur gestärkt hat? Ökonom*innen verwenden zur Messung den sogenannten Multiplikator-Effekt. Der Multiplikator soll angeben, welche Wachstumswirkung eine staatliche

STAATLICHE INVESTITIONEN SIND EINE SPEKULATION AUF PRIVATE INVESTITIONEN. OB SIE TATSÄCHLICH GETÄTIGT WERDEN, IST PRINZIPIELL OFFEN.

Investition hatte. Seine Berechnung ist allerdings mit vielen Unsicherheiten behaftet. Denn ob die Konjunktur wegen der Brücke gestärkt wurde oder unabhängig von ihr, lässt sich kaum beantworten. Hier kann die ökonomische Forschung «keine gesicherten Erkenntnisse für konkrete Fälle liefern», so Sebastian Gechert vom Wirtschaftsforschungsinstitut DIW.[60]

Noch eine Anmerkung: Die Forderung nach schuldenfinanzierten Staatsinvestitionen beinhaltet, dass Schulden nicht für den Konsum da sind, beispielsweise für Sozialausgaben. Die Verschuldung soll vielmehr den Unternehmen als Hebel ihres Wachstums dienen und dadurch – vermittelt – der Bevölkerung zugutekommen. Ein Plädoyer für staatliche Investitionen verträgt sich daher gut mit der Forderung nach finanziellen Entlastungen für Unternehmen und nach Einsparungen im Sozialhaushalt.

11 FAZIT: SCHULDEN – EINE FRAGE DES WACHSTUMS

Schulden gelten einerseits als ein Problem, gleichzeitig als notwendig und nützlich – was stimmt denn nun? Der scheinbare Widerspruch löst sich auf, wenn man Staatsschulden als das betrachtet, was sie sind – ein Instrument, mit dem die Regierung einen bestimmten Zweck erreichen will: Wirtschaftswachstum.

Wenn ein Staat feststellt, dass seine geplanten Ausgaben über seinen geplanten Einnahmen liegen, könnte er schlicht die Steuern erhöhen. Damit aber würde er dem privaten Sektor Mittel entziehen, was unter Umständen nicht erwünscht ist. Daher verlegt sich eine Regierung auf Verschuldung: Sie konfisziert das benötigte Geld nicht von Unternehmen und Privatpersonen, sondern sie leiht es sich, verschafft sich damit zusätzliche Mittel und den Gläubigern einen Anspruch auf Zinseinnahmen. Damit will der Staat den Widerspruch auflösen, dass er einerseits die Wirtschaft fördern will, andererseits aber dieser Wirtschaft immerzu Kosten verursacht.

Steigende Schulden sind – abgesehen von Extremsituationen – kein Problem, solange die Zinsen niedrig genug sind und die Wirtschaftsleistung entsprechend wächst. Mit dem geliehenen Geld und anderen Ausgaben versucht eine Regierung daher, die Standortbedingungen zu verbessern und das Wachstum anzukurbeln. Über das «angemessene» Volumen der Staatsverschuldung, wie hoch die Schulden sein dürfen, lässt sich also nicht viel mehr sagen als: nicht «zu» hoch. In der Praxis gibt es einen Maßstab für diese Grenze: das Wirtschaftswachstum. Ihm sollen Staatsschulden dienen, dieses Wachstum dürfen sie nicht beschädigen. Ein Staat muss sich seine Verschuldung also leisten können.

Die Frage, ob Staatsschulden nun gut oder schlecht sind, läuft also auf die Frage hinaus: Wie gut oder schlecht ist kapitalistisches Wirtschaftswachstum? Wer sich für Wachstum ausspricht, ist unmittelbar mit der Anschlussfrage konfrontiert, ob

60 Sebastian Gechert zit. n. Muzzupappa, Antonella/Kaufmann, Stephan: Die mythische Macht Fiskalmultiplikator, Der Freitag 4/2021, unter: www.freitag.de/autoren/der-freitag/die-mythische-macht-fiskalmultiplikator.

wir uns Wachstum überhaupt noch leisten können. Nicht, weil es zu teuer wäre, sondern weil es unsere natürlichen Lebensgrundlagen zerstört.[61]

Dass Staatsschulden das Wirtschaftswachstum erhöhen können, ist keine Streitfrage, sondern Fakt. Dabei ist es egal, ob die Schulden passiv erlitten (bei Steuerausfällen) oder für «aktive Wirtschaftspolitik» gezielt aufgenommen werden, so wie im Falle der Staatsausgaben im Zuge der Corona-Pandemie. Ebenso Fakt ist aber, dass es ein Problem ist, wenn den höheren Schulden kein entsprechend höheres Wirtschaftswachstum und keine höheren Staatseinnahmen gegenüberstehen und deshalb ein immer größerer Teil des Staatshaushalts in die Schuldenbedienung fließt. In diesen Fällen bemühen sich Regierungen, das Verhältnis von Einnahmen und Ausgaben zu verbessern, sei es durch «Sparen» oder durch «Investieren» oder durch beides gleichzeitig. Die Frage ist bei beiden Aktionen die gleiche: Was nützt dem Wachstum und was nicht? «Vor allem müssen wir […] die Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit ins Zentrum unserer Bemühungen stellen», sagte Angela Merkel (CDU) in einer Regierungserklärung im März 2011, «denn nur ein wettbewerbsstarkes Europa hat Gewicht in der Welt.»[62] Auch im Ampelkoalitionsvertrag dreht sich alles um die Wettbewerbsfähigkeit: Einerseits soll die «Wettbewerbsfähigkeit des Wirtschaftsstandortes Deutschland als Grundlage für nachhaltiges Wachstum, Wohlstand und hohe Beschäftigung in einer sozial-ökologischen Marktwirtschaft» erhöht werden. Gleichzeitig soll bei «der Novellierung der europäischen Klima-, Umwelt- und Energiebeihilfeleitlinien und anderer Regelungen» darauf geachtet werden, «dass die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen gewahrt bleibt».[63]

Staatsschulden sind also – ähnlich wie Schulden von Unternehmen – eine Art vorfinanziertes Wachstum. Über die staatliche Kreditaufnahme spekulieren Regierungen und ihre Geldgeber – die Finanzmärkte – darauf, dass die Schulden mehr Wirtschaftsleistung und mehr Staatseinnahmen generieren. Mit ihrer Verschuldung macht eine Regierung ihre Bevölkerung dafür haftbar, dass diese Rechnung aufgeht. Bebildert wird diese Haftung durch die Zahl «Staatsschulden pro Kopf der Bevölkerung».

In die Irre führt die Frage, ob Staatsschulden «für uns» oder für «Deutschland» ein Problem sind. Denn die Menschen sind von diesen Schulden sehr unterschiedlich betroffen – je nach ihrer Stellung und Funktion in der Wirtschaft. Für die Gläubiger*innen sind die Staatsschulden Geldkapital, also sich vermehrender Reichtum. Über Zinszahlungen profitieren sie von der Schuldenlast.

Dass diese Rechnung aufgeht, dafür müssen andere einstehen. Das wird vor allem dann sichtbar, wenn ein Staat Probleme

61 Vgl. hierzu: Frauenlob, Max/Kuhnhenn, Kai/Laumanns, Christopher/Schmelzer, Matthias/Treu, Nina/Vetter, Andrea: Kein Wachstum ist auch (k)eine Lösung. Mythen und Behauptungen über Wirtschaftswachstum und Degrowth, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, luxemburg argumente 14, Berlin 2017. **62** Regierungserklärung der damaligen Bundeskanzlerin Angela Merkel zum Europäischen Rat am 24./25. März 2011 in Brüssel, unter: www.bundeskanzlerin.de/bkin-de/aktuelles/regierungserklaerung-von-bundeskanzlerin-angela-merkel-zum-europaeischen-rat-am-24-25-maerz-2011-in-bruessel-mitschrift--1009388. **63** SPD/Bündnis 90/Die Grünen/FDP: Mehr Fortschritt wagen, S. 64.

mit der Schuldenbedienung bekommt und «sparen» will: Dieses «Sparen» trifft meist Empfänger*innen von staatlichen Transferleistungen, Beschäftigte und Konsument*innen, die nicht viel Geld haben. Geund befördert werden dagegen die «Träger des Wachstums», also die Unternehmen und die Finanzinstitute. Sie sollen investieren und Kredite vergeben, sie sollen verdienen, sie sollen «Arbeitsplätze schaffen» und so die Wirtschaftsleistung steigern. Dass Mehrwertsteuererhöhungen, Lohn- und Rentensenkungen die Massenkaufkraft mindern, die gesellschaftliche Nachfrage reduzieren und damit das Wachstum schädigen, ist zwar ein Widerspruch in diesem Programm (vgl. das Beispiel Griechenland ab 2010, → Punkt 5), aber damit zeigt sich, an wem «gespart» wird, wenn es heißt: «Wir müssen sparen.»

Angemerkt sei hier noch: Zwar wird viel darüber geklagt, dass der Staat zu viel ausgebe – obwohl seit der Großen Finanzreform 1969 in Deutschland Kredite ein reguläres Instrument zur Finanzierung von Staatsaufgaben sind. Selten hinterfragt wird aber die Einnahmeseite. Dabei ist zweierlei kritikwürdig. Erstens: Es ist ja klar, dass der Staat das Finanzkapital auch besteuern könnte, statt Geld zu leihen und dafür Zinsen zu zahlen. Doch dies tut er nicht.

Zweitens ist bemerkenswert, von wem der Staat eigentlich Geld einnimmt, um seine Schulden zu bedienen – wer also für Schulden und Zinszahlungen haftet. Hier ist die Entwicklung eindeutig: Seit 1977 wird die Steuerbelastung in Deutschland – und nicht nur dort – vermehrt von den Lohnabhängigen getragen, die auch zu einem großen Teil die Mehrwert- und Verbrauchersteuern zahlen. Die Belastung von Gewinnen und Vermögen hingegen ist gesunken.

Die Lohnabhängigen wiederum, die etwa zwei Drittel des gesamten Steueraufkommens tragen, zahlen also nicht bloß für den Großteil der Staatsverschuldung. In Krisenzeiten sollen sie sich außerdem in Lohnzurückhaltung üben und müssen gleichzeitig seit Jahren die Folgen der Kürzungen von staatlichen Sozialleistungen hinnehmen. Somit ist auch die Schuldenfrage eine Verteilungsfrage und nicht zuletzt eine Machtfrage.

DIE FRAGE, OB STAATSSCHULDEN GUT ODER SCHLECHT SIND, LÄUFT AUF DIE FRAGE HINAUS: WIE GUT ODER SCHLECHT IST KAPITALISTISCHES WIRTSCHAFTSWACHSTUM?

TEIL II: SCHULDEN UND GELD – DIE ZENTRALBANK

Um den staatlichen Umgang mit Schulden verstehen zu können, ist es wichtig, die Rolle der Zentralbank in den Blick zu nehmen. Ihre Bedeutung ist in den jüngsten Krisen besonders deutlich geworden: Vor allem durch den Ankauf von Staatsanleihen «öffneten Zentralbanken die Geldschleusen», wie es heißt, und gewährten so ihren Regierungen neue Freiheiten bei der Verschuldung im Kampf gegen Finanz-, Euro- und Corona-Krise. Wie ist das möglich, und was passiert eigentlich, wenn Zentralbanken «Liquidität in den Markt pumpen»? Darum soll es im Folgenden gehen. Zunächst wird die Rolle der Zentralbank in Nicht-Krisen-Zeiten beleuchtet und anschließend ihr Vorgehen in den vergangenen beiden Krisen dargestellt.[64]

1 DIE ZENTRALBANK IN NORMALEN ZEITEN

1.1 Wie arbeiten Zentralbank und Kreditgewerbe zusammen?

«Money makes the world go round», heißt es in einem Song von Liza Minnelli von 1972 – und das gilt vor allem für den Kapitalismus. Er ist eine Geldwirtschaft, Waren werden ge- und verkauft, und der vorherrschende Zweck der Produktion ist, dass aus Geld mehr Geld wird. In simpelster Form: Ein privatwirtschaftliches Unternehmen investiert 1.000 Euro in Maschinen, Rohstoffe und Arbeitskräfte, es produziert Güter, verkauft sie und hat anschließend 1.100 Euro in der Kasse. Dann geht das Ganze von Neuem los. Hierbei konkurrieren die Unternehmen miteinander. Mittel in der Konkurrenz sind Preise und Qualität der angebotenen Waren: Wer ein besseres Preis-Leistungs-Verhältnis anbietet, sticht die anderen aus.

Unternehmen brauchen also Geld, um neu investieren und ihre Produktivität erhöhen zu können. Dabei warten sie nicht darauf, dass sie genug Geld über den Verkauf ihrer Waren eingesammelt haben, um die Investition zu tätigen. Denn der Rücklauf des Geldes dauert zu lange, und die Konkurrenz schläft nicht. Daher besorgen sie sich das Geld anders: Sie nehmen Kredite auf, borgen sich also fremdes Geld. Der Kredit kommt von den Geschäftsbanken. Bei ihnen sammelt sich das Geld der Gesellschaft, dort haben Privatpersonen und Unternehmen ihre Konten. Wenn die Geschäftsbank einen Kredit vergibt, verleiht

64 Die politische Verfasstheit, Handlungsprämissen und das Demokratiedefizit der Zentralbank sind hingegen nicht Gegenstand dieses Textes. Vgl. dazu: Schneider, Etienne/Sablowski, Thomas: Verarmung made in Frankfurt/M. Die Europäische Zentralbank in der Krise, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, Standpunkte 6/2013, unter: www.rosalux.de/publikation/id/6765/verarmung-made-in-frankfurt-m?cHash=7c306b63ec10076ba873d0a00493b9c4.

sie allerdings nicht einfach das Bargeld, das sie zuvor eingesammelt hat. Der Bankensektor kann ein Mehrfaches des Geldes, das er hat, als Kredit verleihen. Und mehr noch: Er hat Zugang zum Geld der Zentralbank, die Geld selbsttätig schaffen kann (dazu später mehr).

Theoretisch kann eine Geschäftsbank demnach unendlich viele Kredite vergeben. Das geht so lange gut, bis Zweifel an der Zahlungsfähigkeit der Bank selbst aufkommen. Entstehen solche Zweifel, kann es zum *bank run* kommen: Die Kund*innen gehen zur Bank und wollen ihr Geld zurück. Dann ist die Bank pleite, und die Einlagen der Kund*innen bei der Bank sind nichts mehr wert. Verschwunden. Das kann zu einer Kettenreaktion führen (wie in der Lehman-Brothers-Pleite 2008), zur Pleite anderer Banken und zu einer allgemeinen Zahlungsunfähigkeit. Daher schaltet sich der Staat ins Bankengewerbe ein und reguliert die Kreditvergabe der Banken.

Historisch hat die politische Verfasstheit des Geldes verschiedene Formen angenommen, und nicht zuletzt Krisen haben dafür gesorgt, dass sich diese immer wieder ändern mussten. Seit vielen Jahrzehnten wird das Geld im Rahmen eines zweistufigen Bankensystems aus privaten Geschäftsbanken und Zentralbank garantiert und reguliert. Die Zentralbank versorgt die Geschäftsbanken mit echtem Geld. Darüber, so ihr Ziel, steuert sie, wie viele Kredite die Geschäftsbanken vergeben können. Und darüber will sie steuern, wie viel Zahlungsfähigkeit in einer Gesellschaft existiert.

Im Gegensatz zu den Geschäftsbanken verfolgen Zentralbanken kein Privatinteresse, sondern ein öffentliches. Das heißt, sie garantieren das kapitalistische Gesamtinteresse: eine stabile und damit knappe Währung, die jedoch gleichzeitig für das private Geschäftsgebaren ausreichend und damit flexibel zur Verfügung steht. Keine einfache Aufgabe. Im Gegensatz zu Geschäftsbanken muss die Zentralbank kein Geld verdienen und ist darüber hinaus die einzige Institution, die es «herstellen» kann – aus dem Nichts. Sie hat das Währungsmonopol, das heißt das gesetzliche Monopol darauf, eine Währung auszugeben, ein gesetzliches Zahlungsmittel zu schaffen. Wie macht sie das? Die Europäische Zentralbank (EZB) nutzt wie die meisten Zentralbanken wesentlich zwei Kanäle: Sie verleiht Geld oder sie kauft Wertpapiere auf dem Kapitalmarkt. Im Folgenden soll es zunächst um den ersten Kanal gehen, der im «Normalbetrieb» genutzt wird. Danach sollen die Maßnahmen und Techniken vorgestellt und diskutiert werden, die in der Krise relevant werden und wurden, wobei die Zukunft zeigen wird, welche Elemente vielleicht in den «Normalbetrieb» der EZB übergehen werden und in welcher Form.

IM GEGENSATZ ZU GESCHÄFTSBANKEN MUSS DIE ZENTRALBANK KEIN GELD VERDIENEN UND IST DARÜBER HINAUS DIE EINZIGE INSTITUTION, DIE ES «HERSTELLEN» KANN – AUS DEM NICHTS.

1.2 Wie schöpft eine Zentralbank Geld?

Geld ist zwar kein Kredit, doch kommt es in Form einer Kreditoperation in die Welt. Die Zentralbank macht sich das Kreditgeschäft der Banken zunutze, um die Wirtschaft mit Liquidität zu versorgen. Wie macht sie das?

Eine Geschäftsbank (z. B. die Commerzbank) leiht der Regierung oder einem Unternehmen 1.000 Euro. Dafür erhält sie vom Schuldner einen Schuldschein, auf dem steht, wann die 1.000 Euro zurückgezahlt werden müssen und wie hoch der Zins ist. Diesen Schuldschein, zum Beispiel eine Anleihe über 1.000 Euro plus Zinsen, überlässt die Commerzbank der EZB, üblicherweise für einen bestimmten Zeitraum (z. B. einen Monat). Im Gegenzug für die Anleihe leiht die EZB der Geschäftsbank 1.000 Euro. Diese Euros sind neues Geld, echte «Zentralbank-Liquidität», frisch geschaffen von der EZB. Auf Basis dieser neuen Euros kann die Commerzbank Kredite vergeben – an private Haushalte, an Unternehmen oder den Staat.[65]

Dies ist das Wunder der Geldschöpfung durch die Zentralbank, an dem einiges bemerkenswert ist: Die EZB akzeptiert im Gegenzug für ihre neuen Euros ein Wertpapier, zum Beispiel eine Anleihe. Schauen wir uns das genauer an – was ist dieses Papier? Es ist ein Schuldschein, also ein Zahlungsversprechen, die verbriefte Zusage des Schuldschein-Ausgebers (z. B. eine Regierung, ein Unternehmen oder eine Bank), zu einem *künftigen* Zeitpunkt die geliehene Summe zurückzuzahlen, inklusive Zinsen. Ob diese Rückzahlung auch geleistet wird, ist unsicher.

Für die *Geschäftsbank* ist dieses Zahlungsversprechen ein Stück Finanzkapital. Denn sie behandelt das *Zahlungsversprechen* wie eine bereits *erfolgte Zahlung.* Was heißt das? Ein Beispiel: Die Bank hält einen Schuldschein über 1.000 Euro mit einem jährlichen Zins von zehn Prozent, fällig in einem Jahr. Zwar ist der Schuldschein nur das Anrecht darauf, *in einem Jahr* 1.100 Euro (1.000 Euro plus 100 Euro Zins) zu erhalten. Die Bank verbucht aber diesen Schuldschein *heute schon* als ihr Kapital, als ihr Vermögen – obwohl die Rückzahlung noch unsicher ist. Damit nimmt die Bank den Erfolg ihres Verleihgeschäfts (sie gibt 1.000 Euro und erhält 1.100 Euro zurück) vorweg. Kurz: Sie spekuliert.[66]

Dieses Spekulationsgeschäft der Geschäftsbank beglaubigt die *Zentralbank:* Sie akzeptiert das Wertpapier und gibt *dafür* echte Zahlungsmittel heraus. Sie ersetzt damit das Zahlungs*versprechen* durch echtes Geld; und nimmt den Erfolg der Bankspekulation (der Kredit wird tatsächlich zurückgezahlt) vorweg.

Gehen wir noch mal einen Schritt zurück. Woher hat die Commerzbank überhaupt den Schuldschein? Weil sie einen Kredit vergeben hat, zum Beispiel an das Unternehmen Daimler. Daimler gibt der Commerzbank den Schuldschein, das Zahlungs- und Zinsversprechen. Mit dem

65 Die Bank kann ein Mehrfaches dieser Zentralbank-Euros verleihen und dadurch ein Vielfaches der 1.000 Euro an Zahlungsfähigkeit schaffen und so Zahlungsfähigkeit schöpfen. Vgl. Autorenkollektiv: Von wegen Casino. Populäre Irrtümer über Banken, Börse und Kredit, hrsg. von der Rosa-Luxemburg-Stiftung, luxemburg argumente 5, Berlin 2014, S. 40 f. **66** «Spekulation» bedeutet hier nur: Die Bank setzt darauf, dass die Zahlung in Zukunft erfolgen wird.

WENN DIE EZB EUROS «DRUCKT», DANN FINANZIERT SIE (ZUSAMMEN MIT DEN GESCHÄFTSBANKEN) EIN WACHSTUM VOR, DAS ERST NOCH GESCHAFFEN WERDEN MUSS.

geliehenen Geld kauft sich Daimler dann Arbeitskräfte und Maschinen, produziert Autos und verkauft diese. Geht das Geschäft auf, so macht Daimler Gewinn und kann damit den Kredit und die Zinsen an die Geschäftsbank zurückzahlen. Das Geschäft der Geschäftsbank wäre aufgegangen.

Aus der Perspektive der Zentralbank würde dies bedeuten: Die von ihr gedruckten neuen Euros sind durch die gewachsene Geschäftstätigkeit von Daimler quasi «gedeckt». Die Erwartung der Zentralbank ist eingetroffen: Der gewachsenen Geldmenge steht eine gewachsene Wirtschaftstätigkeit gegenüber.

Daraus ergeben sich mehrere bedeutsame Schlüsse, die zeigen, worum sich die EZB «sorgt», wenn sie die Gesellschaft mit Liquidität «versorgt»:

– Jedem Euro, der auf die Welt kommt, liegt ein Kredit zugrunde. Und zwar doppelt: Er kommt auf die Welt erstens im Rahmen einer Art *Kreditoperation* (die Zentralbank «leiht» der Geschäftsbank 1.000 Euro) und zweitens *auf Basis eines Kredits* (die Geschäftsbank hat 1.000 Euro verliehen, erhält dafür einen Schuldschein, den sie bei der Zentralbank als Sicherheit hinterlegt). Warum ist das wichtig? Weil Kredit immer die Rückzahlung und diese Rückzahlung eine gelungene Kapitalverwertung unterstellt (das geliehene Geld muss inklusive Zinsen zurückgezahlt werden).

– Ob der Schuldschein bedient wird, ob Daimler zahlen kann, ist zu Beginn der Operation unsicher. Die von der Zentralbank geschaffenen Euros sind aber schon da. Das heißt, nicht nur die Geschäftsbank, auch die Zentralbank spekuliert mit ihrer «Geldversorgung» darauf, dass das Geschäft von Daimler aufgeht. Jeder von der Zentralbank geschöpfte neue Euro repräsentiert eine *Vorwegnahme* gelungener Geldvermehrung.

– Wenn die EZB Euros «druckt», dann finanziert sie (zusammen mit den Geschäftsbanken) ein Wachstum vor, das erst noch geschaffen werden muss. Jeder neu geschaffene Euro repräsentiert damit nicht nur eine Vorwegnahme, sondern einen *Anspruch* auf gelungene Geldvermehrung, mit Marx gesagt: dass aus G ein G' wird. Letztlich hängt die Stabilität der Währung davon ab, dass die per Kredit vorfinanzierten Geschäfte auch aufgehen (dass z. B. Daimler einen ausreichend hohen Gewinn macht).

Dem Geld der EZB ist also schon ein Wachstumszwang eingeschrieben. Denn wenn die Zentralbank die Gesellschaft mit Geld «versorgt», produziert sie lauter Forderungen an die Gesellschaft – Forderungen auf Kapitalverwertung. Und damit sich das vergrößerte Kapital verwertet, braucht es Wachstum.[67] Umgekehrt bedeutet das, dass jeder neue Euro durch Kapitalwachstum «gedeckt» sein muss. Ist er das nicht, steht auf Dauer das Vertrauen ins Geld infrage. Ob die Rechnung der Zentralbank aufgeht, ist deshalb nicht nur von der «richtigen Menge» an Geld abhängig, sondern auch davon, was die Gesellschaft mit diesem Geld macht.

1.3 Der Preis des Geldes: der Leitzins

Die Zentralbank versorgt die Gesellschaft mit Zentralbankgeld, auf dessen Basis die Banken Kredite vergeben und das Wirtschaftswachstum vorfinanzieren. Gleichzeitig will die Zentralbank den Geldwert stabil halten, also die Inflation (Geldentwertung) begrenzen, und zwar indem sie die Kreditvergabe der Banken über Geldpolitik steuert. Ein zentrales Instrument dieser Geldpolitik ist der sogenannte Leitzins. Das sind vor allem jene Zinsen, die die Zentralbank den Geschäftsbanken dafür berechnet, dass sie ihnen Geld leiht im Gegenzug für Wertpapiere.

Von ihrem Ideal her funktioniert die Steuerung von Kreditvergabe und Inflationsrate über Leitzinsen wie folgt: Ist die Inflationsrate aus Sicht der Zentralbank zu hoch, *erhöht* sie die Leitzinsen. Höhere Leitzinsen machen es für Geschäftsbanken teurer, sich mit Zentralbankliquidität zu versorgen. Diese Verteuerung geben sie an die Kunden weiter, indem sie ihrerseits die Zinsen für Kredite an Staat, Unternehmen und private Haushalte erhöhen. Daraufhin nehmen diese weniger oder keine Kredite auf. Damit geht die gesellschaftliche Zahlungsfähigkeit zurück oder sie wächst schwächer. Folge: Es wird weniger konsumiert und investiert, die Nachfrage nach Gütern sinkt. Damit sinkt die Inflationsrate und die Konjunktur lässt nach.

Umgekehrt: Ist die Inflationsrate aus Sicht der Zentralbank nicht zu hoch und die Konjunktur zu schwach, kann sie die Leitzinsen *senken.* In diesem Fall kommen die Geschäftsbanken billiger an Zentralbankgeld. Diesen Kostenvorteil geben sie (nicht freiwillig, sondern aufgrund ihrer Konkurrenz untereinander) an ihre Kreditnehmer weiter und senken ihre Zinsen für Kredite. Daraufhin nehmen Staat, Unternehmen und private Haushalte mehr Kredite auf, die Zahlungsfähigkeit der Gesellschaft wächst. Folge: Es wird mehr konsumiert und investiert, die Wirtschaftstätigkeit nimmt zu, die Konjunktur läuft, die Inflation steigt wieder.

So weit das *Ideal* der Steuerung von Krediten, Inflation und Wachstum durch den Leitzins. Es bleibt ein Ideal, weil die Zentralbank mit vielen Problemen konfrontiert ist und weil der Wirtschaftsprozess komplizierter ist als in dem hier skizzierten Schema.[68] Eine Zentralbank steht allgemein ge-

67 Das bedeutet jedoch nicht, dass der Zwang zum Wachstum im Kapitalismus durch den Zins entsteht, den Geschäftsbanken und Zentralbanken verlangen. Dieser Zwang hat seinen Ursprung in der Konkurrenz der Unternehmen; vgl. Autorenkollektiv: Von wegen Casino, S. 13. **68** Auch lässt sich die Frage stellen, ob die Zentralbank überhaupt mit dem Leitzins das allgemeine Zinsniveau steuern kann, also einer bestimmten Entwicklung *vorangeht,* oder ob sie nicht vielmehr der Dynamik des Geld- und Kapitalmarktes *folgt,* d. h. *nur reagiert.*

sprochen vor zwei Problemen: Zum einen kann sie zwar Geld schöpfen, die Zinsen senken und so versuchen, die Kreditvergabe anzuheizen. Ob diese Kredite aber zu vermehrter Wirtschaftstätigkeit führen oder bloß die Menge an Zentralbankliquidität aufblähen, steht nicht in ihrer Macht. Wenn die Zentralbank die Leitzinsen erhöht (oder senkt), hat sie es nicht in der Hand, ob dadurch die Geschäftsbanken wirklich weniger (oder mehr) Kredite vergeben, und genauso wenig, ob auf eine Leitzinssenkung tatsächlich Investitionen folgen. Das ist von vielen Faktoren abhängig und markiert eine Grenze der Geldpolitik, weshalb sozialdemokratische oder linke Parteien dafür plädieren, dass der Staat selbst investiert, kreditfinanziert, wenn es die Privatwirtschaft aufgrund fehlender Gewinnaussichten nicht tut, obwohl es ein ausreichendes Kreditangebot gibt.[69] Selbst investieren kann die EZB nämlich nicht.

Wie machtlos zum Beispiel die EZB sein kann, hat sich etwa in der Krise ab 2008 gezeigt – billiges und reichlich vorhandenes Geld zog keine Investitionen nach sich. So ohnmächtig sie in dieser Frage ist, so mächtig ist eine Zentralbank in ihrer Rolle als *lender of last resort,* das heißt als Kreditgeber letzter Instanz. Da sie das Geld der Gesellschaft selbst schaffen kann, kann sie nicht pleitegehen und Banken immer mit Liquidität versorgen. Damit ist sie letzter Garant der Stabilität des Geld- und Kreditsystems, letztlich der kapitalistischen Verwertung. Auch das zeigte sich in der Krise.

WIE MACHTLOS ZUM BEISPIEL DIE EZB SEIN KANN, HAT SICH ETWA IN DER KRISE AB 2008 GEZEIGT – BILLIGES UND REICHLICH VORHANDENES GELD ZOG KEINE INVESTITIONEN NACH SICH.

69 Dieses Phänomen wird auch unter dem Stichwort «säkulare Stagnation« diskutiert.

2 DIE ZENTRALBANK IN DER FINANZ- UND EUROKRISE

In der Eurokrise ab 2010 war die Konjunktur in den meisten Eurostaaten schwach, gleichzeitig war die Inflationsrate niedrig. Die EZB griff daher zu einigen drastischen Maßnahmen. Sie senkte den Leitzins auf fast null Prozent, um Kredite so billig wie möglich zu machen (→ Abbildung 2). Und sie tat noch mehr, um die «Geldschleusen zu öffnen»:

- Die EZB beschloss die sogenannte Vollzuteilung, das heißt, sie lieh den Geschäftsbanken jede Summe, die sie haben wollten (normalerweise leiht die Zentralbank in ihren regelmäßigen Refinanzierungsgeschäften nur bestimmte, vorher festgelegte Summen, um die Geldmenge zu steuern).
- Die EZB senkte die Ansprüche an die Sicherheiten für ihre Refinanzierungsgeschäfte, sprich: Sie akzeptierte von den Geschäftsbanken auch riskantere Wertpapiere von minderer Qualität und gab dafür Euros heraus. Dadurch konnten sich die Banken mehr Geld bei der EZB besorgen.
- Die EZB gab den Banken der Eurozone zudem zwei sehr umfassende Kredite (sogenannte LTRO) über insgesamt eine Billion Euro (brutto) für knapp ein Prozent Zinsen mit einer für eine Zentralbank recht langen Verleihdauer von drei Jahren.
- Und schließlich kaufte die EZB den Banken Anleihen ab, das heißt, sie lieh den Banken nicht das Geld, sondern sie gab es ihnen dauerhaft.

Mit all diesen Maßnahmen pumpte die EZB viel Geld in den Bankensektor und agierte als *lender of last resort.*

2.1 Die EZB als Retter des Euro

Die EZB hat den Euro 2012 gerettet, heißt es heute. Was ist damit gemeint? Ein Blick zurück: Die Krise der Eurozone bestand darin, dass im Jahr 2010 Finanzanleger das «Vertrauen» in einige Länder der Währungsunion verloren hatten. «Vertrauen verloren» bedeutet hier: Finanzanleger misstrauten der Kreditwürdigkeit zunächst von Griechenland, dann von Irland und Portugal. Sie glaubten zunehmend weniger – und irgendwann gar nicht mehr –, dass diese Länder ihre Kredite zurückzahlen können. Die Finanzanleger zweifelten also daran, dass Anleihen dieser Staaten eine rentable, sichere Geldanlage sind. In der Folge wurden von den Regierungen dieser Staaten immer höhere Zinsen für Kredite verlangt, bis ihnen die Pleite drohte.

Griechenland, Irland und Portugal wurden schließlich durch Kredite der anderen Eurostaaten zahlungsfähig gehalten. Ein permanenter Fonds («Euro-Rettungsschirm», ESM) wurde eingerichtet, um Geld an Euroländer in Zahlungsnot verleihen zu können. Dadurch beruhigte sich die Lage an den Finanzmärkten zunächst wieder, bis 2012 große Verluste in Spaniens Bankensystem offenbar wurden. Dadurch flammte die Eurokrise erneut auf und griff auf den spanischen Staat über. Finanzanleger verlangten höhere Risikoprämien für Kredite an die Regierung, die für frisches Geld immer mehr Zinsen bezahlen musste – was sie in den Augen der Finanzanleger noch weniger kreditwürdig machte und die

IN DER EUROKRISE AB 2010 WAR DIE KONJUNKTUR IN DEN MEISTEN EUROSTAATEN SCHWACH, GLEICHZEITIG WAR DIE INFLATIONSRATE NIEDRIG. DIE EZB GRIFF DAHER ZU EINIGEN DRASTISCHEN MASSNAHMEN.

Zinsen noch weiter steigen ließ – ein sich selbst verstärkender Prozess. Zusätzlich verschärft wurde die Lage durch die staatlichen Sparprogramme, die die Rezession in Südeuropa vertieften und die Zweifel der Finanzanleger nährten.

Zwar gab es mittlerweile den Euro-Rettungsschirm ESM, aus dem sich Madrid zur Not Geld hätte leihen können. In diesem Falle allerdings wären die Mittel des ESM weitgehend ausgeschöpft gewesen – ein weiteres Land wie Italien mit damals knapp 2.000 Milliarden Euro Staatsschulden hätte der Fonds nicht mehr stützen können. Daraufhin weitete sich das Misstrauen «der Märkte» auch auf Italien aus, die Zinsen für italienische Staatskredite stiegen. Es drohte die Pleite des Landes (→ Punkt 6), das Auseinanderbrechen der Eurozone und damit die massenhafte Entwertung des Finanzkapitals, das in Euro-Staatsanleihen angelegt war.

An diesem Punkt griff die EZB ein. Am 26. Juli 2012 sprach ihr Chef Mario Draghi auf einer Investorenkonferenz in London die magischen Worte: «Wir werden alles tun, um den Euro als stabile Währung zu erhalten – und glauben Sie mir, es wird genug sein.» Folge: Die Zinsen sanken, die Eurokrise war in dieser Hinsicht beendet (→ Abbildung 3), ohne dass die EZB tatsächlich weitere Staatsanleihe kaufen musste.
Die Beruhigung an den Finanzmärkten war kein Wunder, denn Draghi hatte den Anlegern ein großes Versprechen gegeben: Im Notfall kauft die EZB Staatsanleihen von in die Krise geratenen Eurostaaten. Damit konnte jeder Anleger risikolos den Regierungen in Rom und Madrid Geld leihen und dafür eine Anleihe erwerben.

Anfang September 2012 präsentierte die EZB dann offiziell ihr Anleihekaufprogramm OMT. Mit diesem Programm ersetzte die EZB das verlorene Vertrauen in die Kreditwürdigkeit der Regierungen. Ihre Kaufgarantie war absolut glaubwürdig, denn die EZB kann nach eigenem Ermessen Geld produzieren, ist also immer zahlungsfähig. «Gegen eine Zentralbank kann man nicht spekulieren», ist eine geläufige Börsenweisheit.

2.2 Die Besonderheit der EZB – eine multinationale Zentralbank

Mit ihren Krediten an den Bankensektor wie auch mit den Käufen von Anleihen nahm die EZB eine Aufgabe wahr, die alle Zentralbanken haben: *lender of last resort* zu sein, Kreditgeber in letzter Instanz. Was verbirgt sich dahinter?

Kapitalismus ist krisenhaft – Unternehmen können pleitegehen, Märkte wegbrechen, die Konjunktur kann sich verschlechtern. Im Vorgriff auf künftiges Wachstum haben Banken jedoch Kredite vergeben. Bleibt dieses Wachstum aus, können Kredite platzen. Wenn Kredite nicht zurückgezahlt werden, schädigt das die Gläubiger – sie müssen Kredite abschreiben, erleiden Verluste. Dies kann im Bankensektor zu Kettenreaktionen führen, an deren Ende das gesamte Finanzsystem zusammenbricht. Um dies zu verhindern, springt der Staat mit seiner Zentralbank ein. Sie gibt Kredit, wenn niemand mehr Kredit gibt. Oder anders gesagt: Wenn aus ökonomischen Gründen keine Kredite mehr vergeben werden, gibt die Zentralbank «politischen» Kredit. Damit sichert sie das System vor dem Zusammenbruch: Alle Marktteilnehmer können sich darauf verlassen, dass im Notfall die Zentralbank als Kreditgeber aushilft und so Massenpleiten verhindert. Dazu hat die Zentralbank die Macht, weil sie nicht profitorientiert arbeitet und weil sie Geld autonom «schöpfen» kann.[70]

DRAGHI HATTE DEN ANLEGERN EIN GROSSES VERSPRECHEN GEGEBEN: IM NOTFALL KAUFT DIE EZB STAATSANLEIHEN VON IN DIE KRISE GERATENEN EUROSTAATEN.

70 Auch das hat Grenzen. Die Zentralbank kann zwar Geld drucken, Banken und Unternehmen unterstützen, um deren Zusammenbruch zu verhindern. Doch sie kann dies natürlich nicht grenzenlos tun. Wächst der «politische» Kredit, ohne dass sich die ökonomische Lage verbessert, gefährdet sie das Vertrauen in das Mittel der Zentralbank: ihre Währung.

WENN AUS ÖKONOMISCHEN GRÜNDEN KEINE KREDITE MEHR VERGEBEN WERDEN, GIBT DIE ZENTRALBANK «POLITISCHEN» KREDIT.

Als «letzter Kreditgeber» fungiert die Zentralbank gegenüber den Banken, implizit aber auch gegenüber der Regierung, indem sie beispielsweise Anleihen des Staates kauft, wenn er von den Finanzanlegern kein Geld mehr zu niedrigen Zinsen bekommt.[71] «Als der einzige Herausgeber von Zentralbankgeld in Euro wird das Eurosystem immer in der Lage sein, wenn erforderlich, zusätzliche Liquidität zu schaffen», erklärte Ende 2020 EZB-Präsidentin Christine Lagarde auf die Frage eines EU-Abgeordneten.[72]

Wenn eine Zentralbank der Regierung im Krisenfall Geld leiht und dafür Geld schöpft, so bedeutet das: Der Staat nutzt die Tatsache, dass das Geld (Euro, US-Dollar etc.) sein Geld ist, dass es unter seiner Kontrolle steht, dass er es «produzieren» kann. Das Geld untersteht seiner Hoheit. Diese Hoheit kann er auch nutzen, indem er die Zentralbank Anleihen kaufen lässt, um die Zinsen zu senken, die der Staat auf seine Schulden zahlen muss.

Diese Form der «monetären Staatsfinanzierung» ist der EZB jedoch verboten bzw. sie kann dieses Mittel nur sehr eingeschränkt nutzen. Laut ihren Statuten darf sie den Regierungen im Prinzip nicht aushelfen. Grund hierfür ist die Verfasstheit der Eurozone: Hinter der EZB steht kein einzelner Staat, sondern eine Ansammlung konkurrierender Staaten, die ihren wirtschaftlichen Erfolg getrennt voneinander berechnen. Jeder Staat hat sein eigenes Bruttoinlandsprodukt, seinen eigenen Haushalt, Finanztransfers zwischen den Staaten gibt es kaum, jeder wirtschaftet auf eigene Rechnung.[73] Insbesondere die deutsche Regierung bestand daher bei der Gründung der EZB darauf, dass die EZB nicht einzelnen Ländern aushelfen darf, stattdessen sollte die EZB immer nur die Geldwertstabilität im *gesamten* Euroraum sichern.[74] Um dies zu garantieren, wurde der EZB ein entsprechendes Mandat erteilt und ein hohes Maß an Autonomie gegenüber den Regierungen zugestanden.

Folge: Die EZB darf den Eurostaaten nur in begrenztem Umfang helfen[75] und ihre Funktion als «letzter Kreditgeber» nur bedingt ausüben. Für Krisenstaaten in der EU bedeutet das: In der Krise erhalten sie keine Kredite mehr von den Finanzanlegern, gleichzeitig können sie kein Geld autonom «schöpfen». Denn die EZB ist ihrem Einfluss entzogen, sie ist nicht «ihre» Zentralbank, und der Euro ist nicht «ihr» Geld. Das soll laut FDP-Chef Lindner auch möglichst so bleiben: «Wenn die EZB in das Schlepptau der Fiskalpolitik stark verschuldeter Staaten geraten würde,

71 Für die Wirkung der Anleihekäufe spielt es keine Rolle, ob die Zentralbank die Anleihen der Regierung direkt abkauft oder bereits ausgegebene Anleihen an den Finanzmärkten kauft. **72** Lagarde – EZB kann nicht pleitegehen, Reuters, 19.11.2020, unter: www.reuters.com/article/ezb-lagarde-verluste-idDEKBN27Z166. **73** So ist zum Beispiel der Erfolg von französischen Unternehmen oder der französischen Wirtschaft in der Konkurrenz nicht deckungsgleich mit dem Erfolg von deutschen Unternehmen oder der deutschen Wirtschaft. **74** Vgl. hierzu Sablowski/Schneider: Verarmung made in Frankfurt/M., S. 2 f. **75** «Ob ein Sicherheitsnetz [der EZB] existiert oder nicht, ist eine politische Frage. Und die wird vor allem in Berlin entschieden.» (Schmieding, Holger/Berenberg Bank, in: Eurozone deflation scare, 12.3.2014.)

dann hätte sie kaum Möglichkeiten, die Inflation zu bekämpfen.»[76] Ganz anders ist es in den USA, wo die Zentralbank die Menge Geld schöpft, die sie für das Funktionieren des Gesamtsystems für nötig hält.[77]

Daher wird auch davon gesprochen, dass der Euro zwar das Geld der Eurostaaten ist, wenn sie sich aber verschulden, dann ist das so, als würden sie sich in einer Fremdwährung verschulden. Der Euro ist zwar ihre Währung, aber eine Währung, über die sie nicht autonom verfügen können. Sich in Fremdwährung verschulden zu müssen, das ist eigentlich das Schicksal von Staaten mit sogenannten Schwachwährungen. So nahm zum Beispiel Argentinien in den 1990er Jahren Kredite in US-Dollar auf. Als es seinen Schuldendienst nicht mehr leisten konnte, war das Land zahlungsunfähig, denn US-Dollars konnte die argentinische Zentralbank nicht drucken, das darf nur die US-Zentralbank.

Regierungen von Eurostaaten können nicht autonom auf die EZB zurückgreifen. Ob die EZB ihnen helfen kann und hilft, ist von der Entscheidung der EZB und den Grenzen ihres Mandats abhängig. Damit blieb Eurostaaten in der Eurokrise ab 2010 nur ein Weg, ihre Zahlungsfähigkeit wieder herzustellen: harte Sparprogramme, die wiederum die Krise verschärften. Auf diese Weise sorgte damals die besondere Stellung der EZB dafür, dass die Kosten der Krise vor allem von den Krisenstaaten selbst getragen wurden. Und dass die Eurozone ein prekäres Gebilde blieb. Dass die EZB auch anders agieren kann, wenn die Eurostaaten von einer Krise getroffen werden, zeigte dagegen die jüngste Pandemie.

3 DIE CORONA-KRISE

Als Anfang 2020 die Corona-Pandemie begann und mit ihr eine weitere Wirtschaftskrise, hatte die Welt die vorangegangene Krise noch gar nicht ausgestanden. Ein Zeichen dafür waren die stark gestiegenen Schulden – sowohl der Staaten als auch der privaten Unternehmen (→ Tabelle 1).

Tabelle 1: Staatsverschuldung in Prozent der Wirtschaftsleistung (Staatsschuldenquote, hier: gerundet)

	2008	2019	2021 (im 2. Quartal)
Deutschland	65	60	70
Frankreich	69	98	115
Großbritannien	63	84	125
USA	68	107	126
Italien	106	134	156
Japan	183	238	243
Industrieländer	70	110	130

Quellen: Institute of International Finance (IIF): Global Debt Monitor. Reassessing the Pandemic Impact, 14.9.2021 für die Werte 2/2021 sowie www.tradingeconomics.com für die Werte 2008 und 2019

76 FDP-Chef Lindner warnt vor Verarmung durch Inflation, Redaktionsnetzwerk Deutschland, 30.10.2021, unter: www.rnd.de/politik/fdp-chef-christian-lindner-warnt-vor-verarmung-durch-inflation-CV3P6A3R5U7FD3ZEOZMM2LUNHQ.html. **77** Auch die US-Zentralbank erwirbt Staatsanleihen nicht direkt von der Regierung. Allerdings kauft sie diese Anleihen meist in großem Umfang den Finanzanlegern ab, was letztlich den gleichen Effekt hat. Das ist ihr nicht nur möglich, weil sie selbst Geld «drucken» kann, sondern weil dieses «gedruckte» Geld zugleich das Weltgeld ist, die Währung also, die alle weltweiten Vermögensbesitzer*innen halten wollen.

Die Schulden waren also deutlich schneller gestiegen als die Wirtschaftsleistung. Staatliche und private Schulden addiert hatten 2019 das Rekordniveau von 255 Billionen US-Dollar erreicht. Das entsprach über 320 Prozent der Weltwirtschaftsleistung – 2007 hatte dieser Wert noch bei rund 280 Prozent gelegen. Das bedeutet: Die globale Wirtschaftsleistung war noch stärker durch Kredit vorfinanziert und dadurch aufrechterhalten worden. Bereits im Herbst 2019 warnte der Internationale Währungsfonds in seinem «Global Financial Stability Report» vor wachsenden «Verwundbarkeiten» der Weltfinanzmärkte. Ein Grund dafür war die schlechtere «Qualität» der Unternehmensschulden, sprich: Dass die Unternehmen ihre Kredite zurückzahlen würden, wurde zunehmend fraglich.[78]

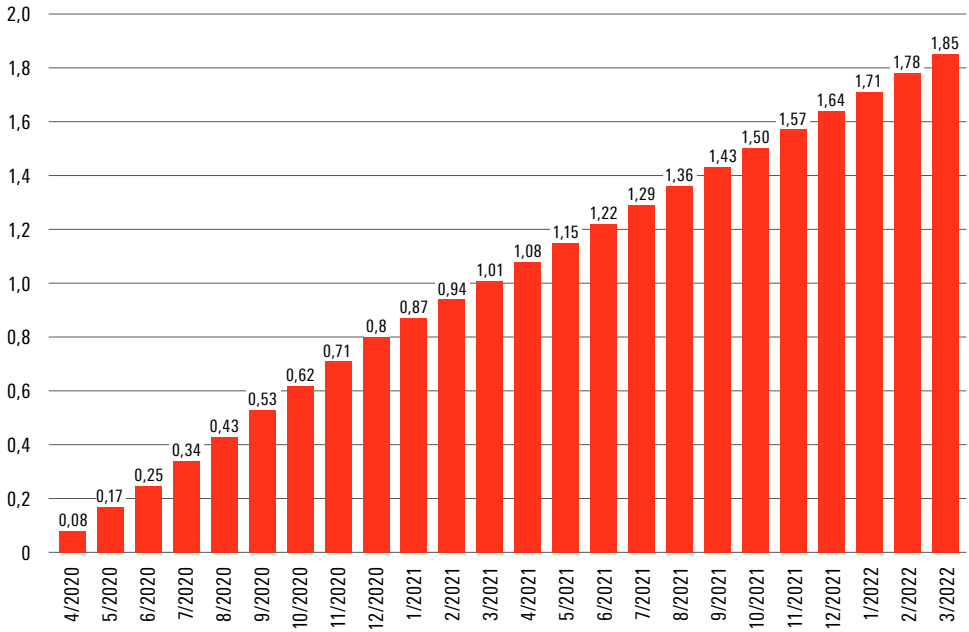
ALLEIN DIE EZB ERWARB ZWISCHEN 2015 UND 2019 EURO-ANLEIHEN ÜBER 2,3 BILLIONEN EURO. WEITERE MILLIARDEN PUMPTEN DIE NOTENBANKEN DURCH KREDITE ZU NIEDRIGSTEN ZINSEN IN IHRE BANKENSEKTOREN.

Um die Schuldenbedienung zu erleichtern und weitere Kreditaufnahme zu ermöglichen, hielten die großen Zentralbanken die Zinsen extrem niedrig. Zu diesem Zweck kauften sie für Hunderte von Milliarden Anleihen ihrer Staaten und Unternehmen auf. So erwarb allein die EZB zwischen 2015 und 2019 Euro-Anleihen über 2,3 Billionen Euro (→ Abbildung 3). Weitere Milliarden pumpten sie zu niedrigsten Zinsen in ihre Bankensektoren. Beides spiegelte sich in den Bilanzen der Zentralbanken der USA, der Eurozone, Großbritanniens und Japans wider: Betrug ihre addierte Bilanzsumme 2007 noch 3.000 Milliarden US-Dollar, waren es 2019 etwa 16.000 Milliarden US-Dollar. So wurden sie zu Großgläubigern ihrer eigenen öffentlichen und privaten Sektoren. «Heute stehen alle Zentralbanken in den OECD-Ländern für die Solvenz der Wirtschaftsakteure und Staaten gerade», stellte die französische Bank Natixis Ende 2019 fest.[79]

Hinter dieser Politik der Zentralbanken stand die Hoffnung: Wenn der Preis für Kredite niedrig ist, leiht sich die Realwirtschaft Geld und finanziert daraus ihr Wachstum. Doch die Zentralbanker*innen mussten lernen: Sinkende Zinsen sind nur *eine* Bedingung für Wirtschaftswachstum, nicht aber ein hinreichender Aktivierungsimpuls (→ Punkt 10). Trotz Niedrigzinsen blieb die Konjunkturentwicklung vielfach enttäuschend lahm. Zwar pumpten die Zentralbanken Milliarden in den Finanzsektor. Daraus resultierte aber nicht eine entsprechend größere Kreditvergabe an die Unternehmen. Ab 2019 ließ dann auch noch das schmale Wirtschaftswachstum nach, es drohte eine Rezession.

78 «Die Qualität der Unternehmensverschuldung hatte sich bereits vor Corona verschlechtert; der Anteil der von den Ratingagenturen als spekulativ bewerteten Unternehmensschulden (Schulden von Unternehmen, die ein entsprechend niedriges internationales Kredit-Rating aufweisen) an den Gesamtschulden belief sich im Jahr 2019 in den USA und in China auf fast 50%, in Italien und in Großbritannien lag er sogar darüber.» (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Pandemie verzögert Aufschwung. Demografie bremst Wachstum, Essen 2021, unter: https://gemeinschaftsdiagnose.de/wp-content/uploads/2021/04/GD_F21_Langfassung_online.pdf.) **79** Natixis: Flash Economics, 31.12.2019.

Abbildung 3: Anleihekäufe der EZB im Rahmen des PEPP-Programms (addiert in Billionen Euro)



Quelle: Tagesgeldvergleich.net, o. D., unter: www.tagesgeldvergleich.net/veroeffentlichungen/quantitative-easing.html#update-maerz-202

3.1 Wie wirkte der Ausbruch der Pandemie?

Der Ausbruch der Corona-Pandemie und Maßnahmen zu ihrer Bekämpfung ließen Anfang 2020 die Wirtschaftsleistung abstürzen. So fiel das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland im zweiten Quartal um fast zehn Prozent. Im Gesamtjahr 2020 schrumpfte die US-Wirtschaft um 3,5 Prozent, in Deutschland und Japan betrug das Minus rund fünf Prozent, in Frankreich und Italien sogar das Doppelte.

3.2 Wie reagierten die Staaten?

Dass der Rückgang der Wirtschaftsleistung nicht noch viel schärfer ausfiel, lag daran, dass die Regierungen massiv neue Schulden aufnahmen (→ Tabelle 2). Mit dem geliehenen Geld stützten sie ihre Wirtschaften und ersetzten ausfallende private Nachfrage durch staatliche Nachfrage. So stellte die Bundesregierung 2020 allein für die Unternehmen rund eine Billion Euro zur Verfügung.

Tabelle 2: Neuverschuldung in Prozent der Wirtschaftsleistung 2020

Deutschland	4,2
Italien	9,5
Frankreich	9,9
Japan	10,5
Großbritannien	13,4
USA	15,4

Quelle: DekaBank: Makro Research. Volkswirtschaftliche Prognosen, September 2021, unter: www.deka.de/site/dekade_deka-gruppe_site/get/documents/dekade/Publikationen/2021/Volkswirtschaft/Prognosen/20210903_VoWi-Prognosen.pdf

Insgesamt mobilisierten im Jahr 2020 die Regierungen der Welt 24.000 Milliarden US-Dollar gegen die Krise. Diese neuen Schulden addierten sich zu den rekordhohen Altschulden – und das angesichts einer globalen Wirtschaftskrise. Die Folge: Zwischen 2019 und 2020 stiegen die globalen Schulden

- … der Staaten von 88 Prozent auf 105 Prozent des BIP;
- … der Unternehmen (ohne Finanzsektor) und privaten Haushalte von 124 Prozent auf 165 Prozent des BIP;
- … von Staaten, Unternehmen und Haushalten addiert von 320 Prozent auf den Rekordwert von 355 Prozent des BIP.

In der Summe entspricht dies Werten, die früher nur als Ergebnis von Kriegen erreicht worden sind. «Lediglich am Ende des Zweiten Weltkriegs waren die fortgeschrittenen Volkswirtschaften in vergleichbarer Größenordnung verschuldet.»[80]

3.3 Wie reagierten die Zentralbanken?

Die Zentralbanken machten die starke Erhöhung der Schulden problemlos möglich, indem sie weitere Schuldscheine von Staaten und Unternehmen aufkauften, insbesondere die Zentralbanken der USA, Japans, Großbritanniens und der Eurozone. Das Pandemie-Anleihekaufprogramm der EZB startete mit 750 Milliarden Euro und wurde mehrfach bis auf 1,85 Billionen Euro aufgestockt. Addiert man die vorangegangenen Anleihekäufe hinzu, so wird die EZB laut Plan Ende 2021 Schuldscheine der Eurozone im Wert von über 4,5 Billionen Euro erworben haben. Diese Politik wird als «Quantitative Easing» bezeichnet.

Durch die Ankäufe der Schuldscheine wurden die großen Zentralbanken zu den größten Einzelgläubigern ihrer Regierungen. Bei ihren Anleihekäufen handelt es sich im Prinzip um einen Kredit, den die Zentralbank der Regierung gibt – man könnte sagen: den der Staat sich selbst gibt, indem er «Geld druckt». Ökonomische Grundlage dieses zusätzlich gedruckten Geldes ist allerdings nicht ein starkes Wirtschaftswachstum, sondern eine Krise: Die Wirtschaft bedarf eines politischen Kredits (siehe oben), eines Versprechens der Politik, dem Krisenprozess entgegenzuwirken – wie diese Politik aussieht und wer die politischen Kosten dafür tragen muss, ist Gegenstand von gesellschaftlichen Auseinandersetzungen. Die formale Unabhängigkeit der Zentralbank ist ein Kennzeichen dafür, dass diese Auseinandersetzungen unter Bedingungen stattfinden, die struk-

80 Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose: Pandemie verzögert Aufschwung.

DURCH DIE ANKÄUFE DER SCHULDSCHEINE WURDEN DIE GROSSEN ZENTRALBANKEN ZU DEN GRÖSSTEN EINZELGLÄUBIGERN IHRER REGIERUNGEN.

turell bestimmte Politiken gegenüber anderen bevorzugt. Hält die EZB ein Drittel der Staatsschulden diverser europäischer Länder, bedeutet das auch, dass sie eine Sperrminorität bei der Frage etwaiger Schuldenrestrukturierungen innehat. Sie kann politische Entscheidungen zwischen Eurostaaten etwa hinsichtlich eines Schuldenschnitts oder Laufzeitverlängerungen, wie nach 2010 mit Griechenland vereinbart (→ Punkt 8), blockieren oder politische Auflagen formulieren.

3.4 Wie wirkten die Anleihekäufe?

Durch die massive Nachfrage der Zentralbanken nach Anleihen stieg deren Preis, spiegelbildlich sank deren Rendite (→ Punkt 5). Die Rendite ausgegebener Anleihen wiederum ist der Maßstab für den Zins, zu dem sich Staaten verschulden können. Da die Anleihekäufe die Rendite stark drückten, wurden also neue Schulden für Regierungen – und damit auch für Unternehmen – sehr billig. Trotz steigender Verschuldung sanken daher die staatlichen Zinsausgaben, sowohl in Europa als auch in den USA. Dadurch waren die Regierungen in der Lage, die Krise durch Mehrausgaben aufzufangen. «Die Währungshüter haben faktisch das Geld gedruckt, das die Staaten (zusätzlich) ausgeben.»[81]

Durch die Zinssenkung bzw. vor allem durch die Anleiheaufkäufe verhinderten die Zentralbanken eine Finanzkrise: «Angesichts der ausufernden Schuldenstände wären normalerweise alle Voraussetzungen für eine Marktkrise bei Staatsanleihen […] gegeben, wie sie bereits im Nachgang der Finanzkrise auftrat. Dass dies verhindert werden konnte, lag in erster Linie am größten Anleiheankaufprogramm der EZB seit Gründung der Währungsunion.»[82]

Einen Wirtschaftsaufschwung allerdings bewirkten die Anleihekäufe nicht – ebenso wenig wie vor der Corona-Krise. Zwar pumpten die Zentralbanken Milliarden in den Finanzsektor. Dies jedoch führte – aufgrund der schlechten wirtschaftlichen Lage – nicht zu einem Boom. «Der wesentliche Grund dafür ist, dass ein großer Teil des zusätzlich geschaffenen Geldes vom Bankensektor nicht über eine Ausweitung der Kreditvergabe an die Realwirtschaft weitergegeben wurde. Das zeigt die Statistik: Das Wachstum der aggregierten Kreditvergabe der Geschäftsbanken in Europa und den USA fällt angesichts des enormen Aufwandes der Notenbanken seit Jahren nicht sonderlich hoch aus.»[83] Das ist auch

81 DZ Bank, Pressemitteilung, 29.4.2021. **82** Ebd. **83** Ebd. Weil Kapital in produktivem Kapital längerfristig gebunden und die Renditen aufgrund der Krise gering und prekär waren, floss Geldkapital verstärkt in Finanztitel und andere spekulative Bereiche, was sich an steigenden Aktienindizes, explodierenden Immobilienpreisen oder etwa in Phänomenen wie dem Bitcoinboom zeigte.

UM DIE KREDITWÜRDIGKEIT DES STAATES ZU SICHERN, GREIFT DIE ZENTRALBANK ZU «FINANZIELLER REPRESSION»: SIE DRÜCKT ÜBER ANLEIHEKÄUFE DIE ZINSEN UND ZWINGT SO ANLEGER DAZU, AUF RENDITE ZU VERZICHTEN.

der Grund, warum selbst Neoliberale in einer Krise für «mehr Staat» sind. Dabei können sie sich durchaus auch auf ordoliberale Hardliner*innen berufen. So argumentiert der Ordoliberale Michael Wohlgemuth, dass es dem Staat im «Ausnahmezustand» (Carl Schmitt) erlaubt sei, wirtschaftspolitische Mittel einzusetzen, «die im Normalzustand aus guten Gründen als nicht markt- oder systemkonform, als wenig verfassungs- oder verhältnismäßig oder auch als schlicht ökonomisch schädlich abgelehnt worden wären».[84]

3.5 Die Gesamtstrategie: «fiskalische Dominanz» und «finanzielle Repression»

Mit den Anleihekäufen agierten die Zentralbanken letztlich als Kreditgeber ihrer Regierungen. Bereits Ende 2020 hielt die EZB ein Viertel aller Staatsschulden der Eurozone. Auf diese Weise sicherte sie die Verschuldungsfähigkeit der Gesellschaft in der Krise, die eigentlich keine höhere Verschuldung rechtfertigte – und gerade deswegen stattfinden musste. Ergebnis: «EZB finanziert 2021 die gesamte Neuverschuldung der Eurostaaten.»[85]

Ökonom*innen beschreiben dieses Arrangement als «fiskalische Dominanz»: Die Fiskalpolitik der Regierung bestimmt die Geldpolitik der Zentralbank. Wenn die Schuldenquote zu stark gestiegen ist, bleibt der Zentralbank nichts anderes übrig, als über niedrige Zinsen die Kreditwürdigkeit des Staates aufrechtzuerhalten – auch ohne dass die Regierung eine Anweisung geben muss. Das ist schlicht ihre Aufgabe in einer Krise, auch wenn diese Fähigkeit im Normalbetrieb nicht einfach in Dienst genommen werden kann. Um die Kreditwürdigkeit des Staates zu sichern, greift die Zentralbank zu «finanzieller Repression»: Sie drückt über Anleihekäufe die Zinsen und zwingt so Anleger dazu, auf Rendite zu verzichten.[86] Auf diese Weise bewirtschaftet der Staat seinen Finanzmarkt: Die Verschuldung ermöglicht, die Staatsausgaben zu erhöhen, die auf eine Erhöhung der Wirtschaftsleistung zielen. Die Schulden sind daher eine Spekulation auf Wachstum. Diese Spekulation sichert die Zentralbank per Zinssenkung ab.

84 Wohlgemuth, Michael: Die politische Ökonomie des Ausnahmezustands, in: Wirtschaftsdienst. Zeitschrift für Wirtschaftspolitik 4/2009, S. 219. **85** Commerzbank: Economic Insight, 12.1.2021. **86** Zu solchen Methoden greifen ökonomisch potente Staaten üblicherweise in Kriegen. So kaufte die US-Zentralbank auf Drängen der Regierung bereits 1935 und 1937 Staatsanleihen auf. Nach Kriegseintritt unterstützte sie die Kriegsfinanzierung, indem sie die Zinsen deckelte, unabhängig von der Inflationsrate, die die Zinserträge auffraß. Auch nach dem Krieg kaufte die US-Zentralbank weiter massiv Anleihen auf. Erst 1951 gab Washington die Erlaubnis, die Zinskontrolle aufzugeben.

3.6 Ist das «monetäre Staatsfinanzierung»?

Die EZB kauft viele Milliarden (auch ausfallgefährdeter) Staatsanleihen von Euroländern auf und wird dadurch zum Gläubiger der Regierungen. Dies wird zuweilen kritisiert als «monetäre Staatsfinanzierung», die der EZB eigentlich untersagt ist. «Monetäre Staatsfinanzierung» bedeutet: Die Zentralbank «druckt» Geld und überweist es der Regierung, die es ausgibt. Allerdings umgeht die EZB das Verbot, indem sie der Regierung das Geld nicht direkt leiht. Stattdessen leiht eine private Institution – zumeist eine Bank – dem Staat Geld, die Bank erhält dafür die Staatsanleihe, die sie anschließend an die EZB verkauft. «Dadurch umgeht die EZB das Verbot der monetären Staatsfinanzierung im rechtlichen Sinn. Aus praktischer Sicht macht es jedoch keinen Unterschied, ob für eine Sekunde eine Bank zwischengeschaltet wird, bevor das Geld den Staaten der Eurozone zukommt.»[87]

DIE EZB UMGEHT DAS VERBOT MONETÄRER STAATSFINANZIERUNG, INDEM SIE DEN REGIERUNGEN DAS GELD NICHT DIREKT LEIHT.

So sieht die Finanzierung im Corona-Kapitalismus also aus: Eine Regierung oder ein Unternehmen verschuldet sich und gibt dafür eine Anleihe heraus. Die Bank erwirbt die Anleihe und borgt dem Staat oder dem Unternehmen Geld. Anschließend verkauft die Bank die Anleihe an die Zentralbank oder beleiht sie dort, um sich neues Geld zu besorgen. Das Geld hat die Zentralbank nicht zuvor eingenommen, sie schafft es selbst. Der Wirtschaftskreislauf in Zeiten der Corona-Krise basierte also auf einem doppelten staatlichen Kredit: Regierungen leihen sich Geld und pumpen es in den Privatsektor, dessen Zahlungsketten gerissen sind. Die daraus resultieren-

87 DZ Bank: Süßes Gift PEPP, 29.4.2021. Für die beteiligten Banken macht es allerdings schon einen Unterschied: Normalerweise werden die Staatsanleihen versteigert (Tenderverfahren). Dabei sorgt die Konkurrenz der Banken untereinander dafür, dass die Kosten der Finanzagentur des Bundes, die für die Platzierung zuständig ist, niedrig bleiben. In der Krise sieht das anders aus, so etwa während der Eurokrise oder im Zuge der Pandemie. Um die niedrig verzinsten Staatsanleihen attraktiv zu machen, sollen ein paar handverlesene Geschäftsbanken ordentlich verdienen. So haben Investmentbanken laut einer Kleinen Anfrage des ehemaligen LINKEN-Abgeordneten Fabio De Masi allein bei der Platzierung von zwei Staatsanleihen 29 Millionen Euro Gebühren eingenommen. Beteiligt sind hier nur ausgewählte Syndikate aus vier bis sieben Banken. Üblicherweise sind es fast 40 Banken.

DIE MÖGLICHKEIT, SICH ZU VERSCHULDEN UND DIE SCHULDEN ANSCHLIESSEND DURCH DIE ZENTRALBANK GARANTIEREN ZU LASSEN, STEHT NUR LÄNDERN ZUR VERFÜGUNG, DIE ÜBER EINE ALLGEMEIN AKZEPTIERTE, STARKE WÄHRUNG VERFÜGEN, DER DIE ANLEGER VERTRAUEN.

den staatlichen Schuldscheine garantiert die Zentralbank, sie hält die Zinsen niedrig und gewährleistet so, dass die gestiegene Schuldenlast tragbar und der private wie öffentliche Sektor kreditwürdig bleiben. Damit agieren die Zentralbanken als Garanten des Systems und als «Gläubiger der letzten Instanz» für Regierungen und Unternehmen. Dazu sind Zentralbanken in der Lage, weil sie ihre Währung selbsttätig schöpfen können und daher unbegrenzt zahlungsfähig sind.

3.7 Die Rolle der Währung

Ein Staat finanziert sich und seine Wirtschaft, indem er Geld «drucken» lässt – wie lange kann das gut gehen? Die Frage beschäftigt Politiker*innen, Ökonom*innen und das Publikum, aber sie kann hier nicht beantwortet werden. Fakt ist: Die Sache geht so lange gut, solange den Staaten Geld von den Finanzmärkten geliehen wird, und solange die Finanzmärkte bereit sind, die Anleihen an die Zentralbank gegen die Landeswährung zu verkaufen. Kurz: Das «Drucken» von Geld ist so lange problemlos, solange das gedruckte Geld dafür akzeptiert wird, wozu es schließlich dienen soll, nämlich die Verwertung von vorgeschossenem Geld zu garantieren oder – in Krisen – als «sicherer Hafen» zu fungieren.

Hier wird ein großer Unterschied zwischen den einzelnen Staaten und Währungsräumen sichtbar. Die Möglichkeit, sich zu verschulden und die Schulden anschließend durch die Zentralbank garantieren zu lassen, steht nur Ländern zur Verfügung, die über eine allgemein akzeptierte, starke Währung verfügen, der die Anleger ver-

trauen: Die Druckerzeugnisse der Zentralbanken der USA, Japans oder der Eurozone – US-Dollar, Yen und Euro – dienen den Märkten als «sichere Häfen». Schuldscheine in diesen Währungen werden von Anlegern gekauft, selbst wenn sie null Prozent Zinsen bringen. Und in diesen Währungen halten Anleger ihren Reichtum.

Die meisten Länder der Welt hingegen genießen diese Freiheit nicht, da sie als wenig kreditwürdig und ihre Währungen als «Weichwährungen» gelten. Zu Beginn der Corona-Krise bilanzierten die sogenannten Entwicklungs- und Schwellenländer daher einen Abfluss an Kapital in Rekordhöhe. 90 von ihnen mussten den Internationalen Währungsfonds um Unterstützungskredite bitten oder sich in einer Fremdwährung verschulden (US-Dollar, Euro), was wiederum diese Währungen zusätzlich stärkte.[88] Im Klartext: Die Rettung der Wirtschaft in der Krise muss sich ein Staat leisten können.

Entscheidendes Mittel der Staaten bei der Verschuldung bleibt also ihre Währung, ihr nationales Geld. Wann dieses Mittel sich erschöpft und was dann geschieht, sind offene Fragen: «Was passiert, wenn nicht mehr nur das Vertrauen in die staatliche Kreditwürdigkeit verloren geht, sondern das Vertrauen in das Geld selbst?»[89]

3.8 Kritik an der Politik der Notenbanken

Anleihekäufe und niedrige Zinsen waren nötig, um die Krise zu entschärfen. Den Vorteilen der Schuldner standen allerdings Nachteile der Gläubiger gegenüber. Insbesondere in Deutschland kam es daher zu Kritik an der Politik der Notenbanken, auf die hier kurz eingegangen werden soll.

Enteignung der Sparer*innen!

Die Senkung der Zinsen durch die Zentralbank bedeutet Einnahmeverluste für Gläubiger*innen, unter ihnen auch die Sparer*innen. Sie haben ihr Geld in festverzinslichen Wertpapieren wie Staatsanleihen angelegt, also ihr Geld verliehen, und kassieren dafür kaum noch Erträge. Dies hat zu der Kritik geführt, mit ihren Zinssenkungen «enteigne» die Zentralbank die Sparer*innen.[90]

Dazu ist erstens anzumerken, dass die Rendite auf Erspartes keinen Rechtsanspruch darstellt, es sich insofern auch nicht um eine Enteignung handelt – der Staat nimmt den Anleger*innen nichts weg, was ihnen eigentlich gehört oder zusteht.

Zweitens wäre den Sparer*innen durch höhere Zinsen nicht gedient, da es das niedrige Zinsniveau ist, das eine Verschärfung der Krise verhindert. Dass drittens das niedrige Zinsniveau die private Altersvorsorge erschwert,[91] ist zwar zutreffend, spricht aber eher für die gesetzliche Rente als für ein höheres Zinsniveau.

88 «Um von den niedrigen Zinsen in den Industrieländern und der Suche von Investoren nach Rendite zu profitieren, haben auch ärmere Länder seit etwa zehn Jahren verstärkt Kredite in Fremdwährung aufgenommen […]. Wegen der hohen Auslandsverschuldung, das allermeiste davon in Fremdwährung, können Schwellen- und Entwicklungsländer, anders als Industrieländer, nicht einfach ihre Notenbanken um Unterstützung bitten.» (Deutscher Sparkassen- und Giroverband – DSGV: Staatsschulden in und nach der Pandemie außer Kontrolle?, 27.4.2021, unter: www.dsgv.de/positionen/standpunkte-der-chefsvolkswirte/210427-Standpunkt-Verschuldung.html.) **89** Natixis: Flash Economics, 27.4.2020. **90** Finanzprofi Flossbach warnt: «Sparer werden noch schneller enteignet als befürchtet», Focus Online, 8.6.2020, unter: www.focus.de/finanzen/boerse/geldanlage/bert-flossbach-sparer-werden-noch-schneller-enteignet-als-befuerchtet_id_12042464.html. **91** So ist der Garantiezins für Lebensversicherungen seit 2007 schrittweise von 2,25 Prozent auf 0,9 Prozent gesunken. Ab Januar 2022 wird er nur noch bei 0,25 Prozent liegen.

DEN SPARER*INNEN WÄRE DURCH HÖHERE ZINSEN NICHT GEDIENT, DA ES DAS NIEDRIGE ZINSNIVEAU IST, DAS EINE VERSCHÄRFUNG DER KRISE VERHINDERT.

Viertens waren die Zinsen früher nominell zwar höher, aber auch die Inflationsraten, die wiederum die Zinsgewinne auffraßen – real blieb unterm Strich nicht mehr übrig. Der durchschnittliche Realzins für Spareinlagen lag zwischen 1967 und 1998 bei -0,004 Prozent oder für die Zeit der D-Mark bei -0,01 Prozent und ab Mario Draghi (ab Dezember 2011) bei -0,47 Prozent.[92]

Fünftens darf nicht vergessen werden, wer es sich eigentlich leisten kann, zu sparen und damit die Klage überhaupt anzustimmen: die Wohlhabenden. Die ärmeren 40 Prozent der deutschen Bevölkerung sparen nichts bis kaum, am meisten hingegen die reicheren 20 Prozent (→ Punkt 2) – und die haben so viel Vermögen, dass sie es ohnehin nicht auf dem Sparbuch liegen lassen, sondern anders anlegen, etwa in Aktien, Investmentfonds oder auch Immobilien, was zum Preisanstieg bei Häusern beiträgt.

Schädigung der Banken!

Auch das Geschäft der Banken leidet unter den niedrigen Zinsen. Denn sie erzielen üblicherweise einen großen Teil ihrer Einnahmen damit, sich Geld zu leihen und es zu höheren Zinsen weiter zu verleihen. Sie verdienen also an der Zinsspanne zwischen Leih- und Verleihzins. Je niedriger die Zinsen sind, desto kleiner ist diese Spanne.[93] Diese Schwächung der Banken, so die Kritik weiter, führe unter Umständen dazu, dass die Banken weniger Kredite vergeben, was wiederum die Erholung der Wirtschaft bremse.

Dazu ist anzumerken: Zwar ist es zutreffend, dass die Banken als Gläubiger Einnahmeverluste durch die niedrigen Zinsen erleiden. Gleichzeitig ist dies aber bloß eine Folge der Tatsache, dass Staat und Privatwirtschaft die niedrigen Zinsen wegen der Krise brauchen. Höhere Zinsen würden den Banken theoretisch höhere Einnahmen bescheren. Gleichzeitig aber zögen sie eine Pleite vieler Schuldner nach sich, unter der die Banken ebenfalls leiden würden. Die niedrigen Zinsen sind eben nicht die Ursache, sondern eine Folge des grundsätzlichen Problems: der Krise und der schwachen Konjunktur. Und schließlich sind die Banken in der Lage, auf andere Einnahmequellen auszuweichen: Sie erhöhen die Gebühren oder sie verlegen sich auf das Investmentbanking und profitieren vom Boom an den Aktienmärkten.

92 Quelle der Zahlen: Deutsche Bundesbank: Realzinssätze auf Bankeinlagen, 24.7.2017, unter: www.bundesbank.de/de/statistiken/geld-und-kapitalmaerkte/zinssaetze-und-renditen/realzinssaetze-auf-bankeinlagen/realzinssaetze-auf-bankeinlagen-772412. **93** «Das Negativ-/Niedrigzinsumfeld schädigt das traditionelle Bankgeschäft und die Liquiditätsflut fördert mögliche Blasen an den Finanz- oder Immobilienmärkten.» (DSGV: Staatsschulden in und nach der Pandemie außer Kontrolle?)

Zombifizierung!
Durch die niedrigen Zinsen wurden viele Unternehmen zahlungsfähig gehalten, die es bei höheren Zinsen nicht gewesen wären. Diese Unternehmen werden zuweilen als «Zombies» bezeichnet, also als Untote. Denn sie existieren zwar, würden unter «Normalbedingungen» jedoch untergehen. «Zombifizierung» bedeutet also, dass viele Unternehmen «ohne nachhaltiges Geschäftsmodell mit niedrigem Produktivitätswachstum»[94] am Markt sind. Das hat ein niedriges Wirtschaftswachstum zur Folge.

Dazu ist anzumerken: Erstens «fehlen für diese Zombifizierungsthese überzeugende empirische Belege».[95] Zweitens: Ob ein Unternehmen bloß vorübergehend unprofitabel ist und durch niedrige Zinsen gerettet werden kann oder ob es ein «Zombie» ist, der nie wieder lebendig wird und daher den endgültigen Tod verdient hat – diese Frage lässt sich im Moment der Krise kaum beantworten. Drittens: Wie schon bei den Punkten zu «Sparer*innen» und «Banken» oben gesagt, leidet auch die Kritik an den «Zombies» darunter, dass eine Erhöhung der Zinsen eine Pleitewelle nach sich zöge, die die «Zombies» zwar vernichten, dem Wirtschaftswachstum aber kaum helfen würde. Und schließlich ist es den Geschäftsbanken nicht verboten, von Unternehmen, deren Kreditwürdigkeit infrage steht, höhere Zinsen zu verlangen.

Insgesamt ist die Haltung hinter der «Zombie»-Kritik vielsagend: Ein Unternehmen, das zwar Produkte herstellt und Löhne zahlt, dabei aber keinen angemessenen Profit macht und seine Zinsen also nicht zahlen kann, sei eigentlich tot und müsse verschwinden. Aus dieser Perspektive ist klar: Profit und Zins sind keine Mittel, um Güter herzustellen und Jobs zu schaffen. Vielmehr sind Jobs und Güter Mittel zur Erwirtschaftung von Profit und Zins.

DIE KRITIK AN DEN «ZOMBIES» LEIDET DARUNTER, DASS EINE ERHÖHUNG DER ZINSEN EINE PLEITEWELLE NACH SICH ZÖGE, DIE DIE «ZOMBIES» ZWAR VERNICHTEN, DEM WIRTSCHAFTSWACHSTUM ABER KAUM HELFEN WÜRDE.

Inflation!
Die Zentralbanken haben massiv Schuldscheine von Staaten und Unternehmen aufgekauft und diese Käufe mit neu geschaffenem Geld bezahlt. Folge: «Die im

94 Fuest, Clemens/Wollmershäuser, Timo: Niedrigzinsen: Was die Ursachen sind und wie wir damit umgehen sollten, ifo-Institut, 6.2.2020, unter: www.ifo.de/node/52696. **95** Ebd.

Bankensystem vorhandene Geldmenge hat durch die Ankaufprogramme der Notenbanken eine gewaltige Dimension angenommen.»[96] Dies führt regelmäßig zur Warnung vor steigender Inflation, also vor einem Anziehen der Preise für Verbrauchsgüter. Dazu ist anzumerken: Vor steigender Inflation wird bereits seit über zehn Jahren gewarnt – doch sie ist nicht eingetreten.[97] Offensichtlich ist der Satz «Mehr Geld führt zu höheren Preisen» nicht richtig – er war noch nie richtig. Er ist eine *theoretische Annahme* des neoklassischen Mainstreams, die sich bis heute im Alltagsverstand festgesetzt hat und auch durch Verweis auf anders aussehende reale Entwicklungen nicht erschüttert wird.

OFFENSICHTLICH IST DER SATZ «MEHR GELD FÜHRT ZU HÖHEREN PREISEN» NICHT RICHTIG – ER WAR NOCH NIE RICHTIG.

In dieser Theorie wird Geld auf seine Mittlerrolle reduziert, auf seine Funktion als Zirkulationsmittel beschränkt. Die Menge des umlaufenden Geldes bestimme demnach das Preisniveau. Verändere sich die Geldmenge, veränderten sich die Preise. Während die Neoklassik davon ausgeht, dass die Zentralbank die Geldmenge setzt, gehen die keynessche und marxsche Theorie davon aus, dass sich die Geldmenge der Akkumulationsdynamik anpasst, also der Nachfrage nach Kredit.

Das hat auch Konsequenzen für die Erklärung von Inflation: Während die Neoklassik in der Geldmenge die Ursache für ein verändertes Preisniveau sieht, existiert für Keynes *die* Inflation gar nicht, vielmehr spricht er etwa von Einkommens- oder Gewinninflation, die jeweils unterschiedliche Ursachen haben. Bei Ersterer steigen die Löhne schneller als die Produktivität; bei Letzterer geht Keynes davon aus, dass ein Ungleichgewicht auf dem Gütermarkt dann entsteht, wenn die Investitionen nicht den Ersparnissen der Haushalte entsprechen, was, so Keynes, durch ein verändertes Preisniveau bereinigt werde.[98]

96 DZ Bank: Süßes Gift PEPP. In den USA stieg die Geldmenge zwischen Anfang 2020 und März 2021 von etwa 15 auf fast 20 Billionen US-Dollar. **97** Von Frühjahr bis Herbst 2021 legte die Inflationsrate stark zu. Dies ist jedoch nicht der Politik der Zentralbank geschuldet, sondern vor allem vorübergehenden Sondereffekten: Im Zuge der Corona-Pandemie 2020 war erstens die Mehrwertsteuer vorübergehend gesenkt worden, ihre Wiederanhebung 2021 trieb die Preise nach oben. Den gleichen Effekt hatte die Tatsache, dass 2020 die Energie- und Rohstoffpreise abgestürzt waren und 2021 wieder anstiegen. Drittens kam es aufgrund des globalen Booms zur Knappheit an Vorprodukten, was den Anbietern Preiserhöhungen ermöglichte. Viertens haben die Lockdowns 2020 die Ausgaben der Verbraucher*innen gedrückt, die Auflösung des Konsumstaus 2021 eröffnete den Unternehmen die Möglichkeit zur Preiserhöhung. **98** Einen einführenden Vergleich zu Inflationstheorien bieten: Heine, Michael/Herr, Hansjörg: Die Europäische Zentralbank. Eine kritische Einführung in die Strategie und Politik der EZB, Marburg 2004, S. 83–121.

Wichtigster Grund für die *strukturell* niedrige Inflationsrate ist, dass das von den Zentralbanken geschaffene Geld nicht vollständig in der Wirtschaft ankam, sondern bei den Banken geparkt wurde. Die zusätzlichen Milliarden übersetzten sich also nicht in höhere Nachfrage nach Gütern, die die Unternehmen durch Preiserhöhungen für sich nutzen konnten oder Lohnabhängige für Lohnerhöhungen. Vielmehr deutet die extrem niedrige Inflationsrate der letzten Jahre darauf hin, dass weltweit eine latente Überproduktion von Gütern existiert. Die daraus resultierende Verschärfung der Konkurrenz um Abnehmer*innen lässt den Unternehmen keinen Spielraum zur Erhöhung ihrer Preise.[99] Die Verhandlungsposition der Lohnabhängigen ist zudem schwach, weswegen sie keine flächendeckend höheren Löhne durchsetzen können, die eine Änderung des Preisniveaus zur Folge haben könnten.

4 SCHLUSS: ALLES KOMMT AUFS WACHSTUM AN

Nach der Finanzkrise ab 2008 haben die großen Industriestaaten mithilfe ihrer Zentralbanken eine große Entwertung von Finanz- und Produktivkapital verhindert. Ergebnis sind die gestiegenen Schulden, die in der Corona-Krise noch einmal deutlich gewachsen sind.[100] Wirtschaft und Finanzmärkte hängen also an der Verschuldungsfähigkeit der Regierungen. Und diese Verschuldungsfähigkeit wiederum hängt in letzter Konsequenz am Vertrauen der Finanzmärkte in die großen Währungen US-Dollar, Euro, Yen und Pfund. Ein prekäres Arrangement.

Die großen Wirtschaftsblöcke – USA, EU, China, Japan – sind daher bemüht, die gewachsenen Schulden durch ein stärkeres Wirtschaftswachstum zu unterlegen. Angesichts einer insgesamt eher schwachen Entwicklung der Privatwirtschaft versuchen sie dies – mit neuen Schulden. Dieses Mal sollen sie aber nicht nur die Entwertung von Kapital verhindern (Banken retten), sondern auch dazu verwendet werden, Investitionen zu fördern: Wenn die Privatwirtschaft nicht ins Risiko geht, muss der Staat Voraussetzungen dafür schaffen, dass die Gewinnaussichten wieder besser werden. Die EU hat deshalb 2020 einen 750-Milliarden-Euro-Fonds geschaffen, aus dem Mittel in den Ausbau der Digitalisierung, in künstliche Intelligenz, Plattformen, Supercomputer, Elektroautos, Batterien und Klimaschutztechnologie fließen sollen. Dem gleichen Zweck dienen billionenschwere Infrastrukturprogramme in den USA. «Bei der Aufnahme neuer Schulden gilt es daher heute mehr denn je, auf die wachstumsfördernde Wirkung ihres Verwendungszwecks zu achten.»[101]

Jeder Wirtschaftsblock versucht also, als «Zukunftsmärkte» definierte Geschäftsfelder für sich zu erschließen und möglichst zu reservieren. Dazu dienen die neuen

99 In der konjunkturellen Erholung ab dem Frühling 2021 führten zerrissene Lieferketten und Lieferengpässe zwar zu Preisanstiegen bei Vorprodukten und Rohstoffen. Daraus resultierte eine – laut Prognosen vorübergehende – höhere Inflationsrate. Diese war aber nicht der Politik der Zentralbank geschuldet. **100** China ist hier ein Sonderfall. Hier sind die Staatsschulden nicht so stark gestiegen, allerdings die Schulden der Unternehmen. Dies liegt daran, dass die Stützung der Wirtschaft in China stark über die Banken gesteuert wird, die die Unternehmen mit Krediten versorgen. In der Folge erreichte die Verschuldung Gesamt-Chinas – Staat, Regionen und nichtfinanzielle Unternehmen – 2020 den Rekordwert von 335 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. **101** DSGV: Staatsschulden in und nach der Pandemie außer Kontrolle?

Schulden, die ein Wirtschaftswachstum entfachen sollen, das die aufgenommenen Schulden wiederum rechtfertigt. «Natürlich bleibt das eine Wette auf die Zukunft», so der Ökonom Jens Südekum.[102] Um diese Wette zu gewinnen, verlassen sich die Regierungen offensichtlich nicht darauf, dass ein kommender Boom alles wieder für alle Beteiligten ins Lot bringen wird. Stattdessen wird immer häufiger von «Handels-» und «Wirtschaftskriegen» gesprochen, womit ausgedrückt wird, dass nicht alle gewinnen werden. In diesen «Kriegen» ist die Kreditwürdigkeit der Länder ihre schärfste Waffe. Denn sie ermöglicht die Aufnahme neuer Schulden, mit denen Standorte gestärkt werden. «Amerika wird gewinnen, so wie es den Zweiten Weltkrieg gewonnen hat», rechtfertigte Jason Furman, ehemaliger Wirtschaftsberater von US-Präsident Barack Obama, die riesigen, kreditfinanzierten Staatsprogramme der USA im April 2021. «Alles war größer, als es nötig war […]. Aber so gewinnt man Kriege.»[103]

102 Südekum, Jens: Wir dürfen die Corona-Schulden nicht zurückzahlen, Gastkommentar, Handelsblatt, 11.5.2020, unter: www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/gastkommentar-wir-duerfen-die-corona-schulden-nicht-zurueckzahlen/25813024.html?ticket=ST-1686156-ONodkfCY-Q9OEzUjq5eXX-cas01.example.org. **103** Jason Furman zit. n. Matthews, Dylan: How the US won the economic recovery, Vox, 30.4.2021, unter: www.vox.com/22348364/united-states-stimulus-covid-coronavirus.

JEDER WIRTSCHAFTSBLOCK VERSUCHT, ALS «ZUKUNFTSMÄRKTE» DEFINIERTE GESCHÄFTSFELDER FÜR SICH ZU ERSCHLIESSEN UND MÖGLICHST ZU RESERVIEREN. DAZU DIENEN DIE NEUEN SCHULDEN, DIE EIN WIRTSCHAFTSWACHSTUM ENTFACHEN SOLLEN.

GLOSSAR

Die **Börse** ist der Ort, an dem Finanzanlagen wie Aktien (verbriefter Anteil an einem Unternehmen), Staatsanleihen oder Derivate gehandelt werden (→ Finanzmärkte). Die wichtigsten Börsen befinden sich in New York, Chicago, London, Tokio und Frankfurt am Main. Die Börse ist im Wesentlichen gleichbedeutend mit den Finanzmärkten. Hier treffen sich Käufer*innen und Verkäufer*innen von Wertpapieren. Die Geldsumme, zu der eine Anleihe oder Aktie gehandelt wird, ist ihr Preis (bei der Aktie «Kurs» genannt). Anleger*innen kaufen Wertpapiere zumeist, weil sie glauben, sie in Zukunft teurer verkaufen und so einen Gewinn machen zu können; und sie verkaufen sie, weil sie einen Wertverlust erwarten. Erwartungen sind hier also entscheidend und werden häufig zu Selbstläufern. Ein Beispiel: Händler A kauft Wertpapier B, weil er denkt, dass sein Wert steigen wird. Erwarten viele Händler*innen, dass das Wertpapier B steigt, so kaufen sie es auch. Die hohe Nachfrage nach Wertpapier B lässt seinen Kurs steigen – die lediglich erwartete Wertsteigerung wird Realität. Umgekehrt: Erwarten die Händler*innen, dass ein Wertpapier fallen wird, verkaufen sie es und machen die erwarteten Verluste zum Fakt.

Aber an der Börse werden nicht nur Erwartungen Realität, die Sache ist noch skurriler. Denn ein Händler A wird Wertpapier B nur dann kaufen, wenn er erwartet, dass auch alle anderen Händler*innen einen Wertanstieg erwarten. Denn nur dann wird der Kurs des Papiers auch steigen. Die Erwartungen der Investor*innen richten sich also stets auf die Erwartungen aller anderen Investor*innen. Die Börse agiert zirkulär. Der Ökonom John Maynard Keynes (1883–1946) verglich den Wertpapierhandel daher mit einem Schönheitswettbewerb, bei dem alle nicht den Kandidaten wählen, den sie am schönsten finden, und auch nicht den, von dem sie glauben, dass alle anderen ihn am schönsten finden, sondern den Kandidaten, von dem die durchschnittliche Meinung glaubt, dass die durchschnittliche Meinung ihn am schönsten findet.

Das **Bruttoinlandsprodukt** (BIP) ist die Summe der Preise aller Waren und Dienstleitungen, die innerhalb eines Landes und Jahres produziert wurden. Das BIP gilt als die wichtigste Kennziffer für Wirtschaftsleistung und -wachstum.

Zum Weiterlesen: Philipp Lepenies: «Die Macht der einen Zahl. Eine politische Geschichte des Bruttoinlandsprodukts», Berlin 2013.
Zur Frage, wie Wohlstand gemessen werden kann, und zu möglichen Alternativen zum BIP vgl. Oliver Schlaudt: «Die politischen Zahlen. Über Quantifizierung im

Neoliberalismus», Frankfurt a. M. 2018, S. 67–95.
Bettina Haidinger und Käthe Knittler zeigen in ihrem Buch «Feministische Ökonomie. Intro. Eine Einführung», Wien 2014, S. 87–107, wie überkommene Kennzahlen wie das BIP die unbezahlte Sorgearbeit unter den Tisch fallen lassen.

Als **Finanzmärkte** bezeichnet man diejenigen Märkte, auf denen «Finanzprodukte» gehandelt werden. Der Begriff kam erst in den 1970er Jahren auf und umfasst meist den Kapitalmarkt (für Wertpapiere wie Aktien und Anleihen), den Geldmarkt (kurzfristige Geldgeschäfte zwischen Banken und mit der Zentralbank) und den Devisenmarkt für Währungsgeschäfte. Hinzu gezählt wird auch der Derivatemarkt, auf dem «abgeleitete» Wertpapiere gehandelt werden. «Abgeleitet» deswegen, weil mit Derivaten auf die Wertentwicklung von anderen Wertpapieren wie Aktien, Anleihen, Zinsen oder Rohstoffen gewettet werden kann. Akteure an den Finanzmärkten sind vor allem Banken, Investmentfonds, Pensionsfonds, (Lebens-)Versicherungen und vermögende Einzelanleger*innen. Umgangssprachlich wird der Finanzmarkt häufig gleichgesetzt mit seinen Akteuren, zum Beispiel, wenn es heißt: «Finanzmärkte verlieren das Vertrauen in Griechenland.»

Als **Investitionen** bezeichnet man die Anschaffung von Sachkapital, wie beispielsweise Maschinen oder Gebäuden, mittels Geld mit dem Ziel, Waren zu produzieren oder Dienstleistungen anzubieten. Nicht als Investition gilt der Konsum von Privathaushalten, hier handelt es sich um Endverbrauch. Als Kapital fungiert das verausgabte Geld jedoch nur, wenn der Zweck der Verwertung des vorgeschossenen Geldes, also der Gewinn bzw. Profit, erreicht wird. Der Staat investiert nicht mit dem Ziel, Profit zu machen. Seine Investitionen sollen einen bestimmten Gebrauchswert zur Verfügung stellen (z. B. Schulen oder Straßen). Staatliche Investitionen sollen aber die Verwertungsbedingungen des Kapitals verbessern.

Rendite bringt den prozentualen Gewinn auf eine Geldanlage zum Ausdruck und bezieht sich meist auf den Zeitraum eines Jahres. Beispiel: Kauft ein*e Anleger*in ein Wertpapier für 100 Euro, das fünf Euro Ertrag bringt, so beträgt die Rendite fünf Prozent. Der Zins ist die bekannteste Renditekennzahl. Der Zins ist der Preis, den ein*e Kreditnehmer*in dafür zahlt, dass ihr bzw. ihm Geld geliehen wird.

Die **Schuldenstandsquote** oder **Schuldenquote** benennt, wie hoch die Gesamtverschuldung eines Staates im Verhältnis zur seiner Wirtschaftsleistung ist. Laut Bundesbank lag Deutschlands Gesamtverschuldung 2020 bei 2.332 Milliarden Euro. Dies entsprach 70 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Demgegenüber drückt das Haushaltsdefizit die Neuverschuldung in einem Jahr im Verhältnis zum BIP aus.

Eine **Staatsanleihe** ist ein festverzinsliches Wertpapier und die wichtigste Form, wie sich Staaten auf den Finanzmärkten Kredit nehmen. Für die Bundesrepublik Deutschland gibt die Deutsche Finanzagentur die Anleihen aus. Die Agentur ist in Bundesbe-

sitz und für das Schuldenmanagement zuständig. Eine Anleihe hat einen Nennwert. Zu diesem Wert wird sie erstmalig ausgegeben und auf diesen Wert bezieht sich auch der festgelegte Zinssatz.

Für einen Kredit von einer Million Euro vergibt die Finanzagentur beispielsweise zehn Anleihen zu einem Nennwert von 100.000 Euro. Weil die Bundesrepublik als sicherer Schuldner gilt, muss sie wenig Zinsen bezahlen – sagen wir zwei Prozent. Die Laufzeit einer Staatsanleihe beträgt zehn bis 30 Jahre. Während dieser Laufzeit bekommen die Besitzer*innen der Anleihe jährlich Zinsen, zwei Prozent auf 100.000 Euro, das heißt 2.000 Euro.

Nach Beendigung der Laufzeit wird die aufgenommene Summe zurückbezahlt – für die Rückzahlung werden meist neue Kredite aufgenommen *(roll over).* Anleihen werden während der Laufzeit auch gehandelt, das heißt an der Börse ge- und verkauft. Jedoch nicht unbedingt zum Nennwert, sondern zum aktuellen Marktpreis.

Ein vereinfachtes Beispiel: Sinkt die Kreditwürdigkeit Deutschlands und muss es für einen neu aufgenommenen Kredit höhere Zinsen zahlen, dann werden die alten Anleihen nur gekauft, wenn sie eine Rendite in derselben Höhe abwerfen. Anleger*innen wären ja sonst schön blöd, die weniger rentablen Anleihen zu kaufen. Was bedeutet das? Verdoppelt sich für eine neu ausgegebene Anleihe von 100.000 Euro der Zinssatz von zwei auf vier Prozent, so bekommt der oder die Besitzer*in der Anleihe jährlich 4.000 Euro. Das ist das Doppelte der alten Anleihe, obwohl der Nennwert gleich geblieben ist. Die alte Anleihe kann deshalb an der Börse nicht mehr für 100.000 Euro verkauft werden, niemand würde sie kaufen. Ist der gegenwärtige Marktzins vier Prozent, fragen sich die Händler*innen, wie viel eine Anleihe wert ist, die bei vier Prozent Zinsen 2.000 Euro abwerfen würde. (Das sind die Konditionen der alten Anleihe.) Ergebnis: Eine Anleihe mit einem Wert von 50.000 Euro würde bei einem Zinssatz von vier Prozent diese Rendite abwerfen. Das bedeutet: Obwohl die alte Anleihe einen Nennwert von 100.000 hat, kann sie nur für 50.000 Euro weiterverkauft werden. Damit wäre sie genauso rentabel wie die neue Anleihe.

Dieser Mechanismus greift auch dann, wenn die Anleger*innen eine Zinserhöhung nur erwarten und deshalb nicht bereit sind, für Anleihen den vollen Nennwert zu bezahlen. Das passiert, wenn Zeitungen titeln: «Renditen griechischer Staatsanleihen ziehen kräftig an.» Umgekehrt wird das Sinken des Kurswerts einer Anleihe selbst als Hinweis darauf gedeutet, dass die Zinsen steigen müssen, weil der Schuldner keine gute Bonität (Kreditwürdigkeit) mehr vorweist. Im realen Handel mit Anleihen werden noch andere Faktoren berücksichtigt – etwa die Laufzeit.

Der **Staatshaushalt** ist das Budget, mit dem die «öffentliche Hand» ihre Aufgaben finanziell organisiert. Er umfasst die Einnahmen und Ausgaben, ist aber keine Bilanz, keine «Erfolgsrechnung» im betriebswirtschaftlichen Sinne. Vielmehr legt der Staat erst fest, welche Leistungen finanziert werden müssen und sollen. Bei der Erstellung des Haushaltsplans wird somit

zunächst ein «Soll» festgestellt, das es zu finanzieren gilt. Dem werden die Einnahmen gegenübergestellt. Liegen die Ausgaben über den Einnahmen, muss der Staat die Differenz über Kredite finanzieren. Er macht ein Haushaltsdefizit. Dieses Haushaltsdefizit entspricht der Neuverschuldung.

Die **Zinslastquote** drückt den Anteil der Zinszahlungen im Verhältnis zu allen staatlichen Ausgaben oder im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung aus. So betrugen die Zinszahlungen des deutschen Staates 2010 etwa 5,1 Prozent der Staatsausgaben. Unter anderem wegen der gesunkenen Zinsen ging diese Quote bis 2019 auf 1,9 Prozent zurück. Die Zinslastquote stellt am ehesten das dar, was gern als die «Einschränkung der Handlungsfreiheit des Staates» bezeichnet wird. Denn sie gibt an, welche Summe eine Regierung an die Gläubiger*innen zahlen muss, welche Summe ihr also nicht mehr für andere Ausgaben zur Verfügung steht. Die Zinssteuerquote gibt dagegen Auskunft darüber, wie hoch der Anteil der Zinszahlungen am staatlichen Steueraufkommen ist.

AUTOREN

Stephan Kaufmann ist Wirtschaftsjournalist für verschiedene Zeitungen wie die *Frankfurter Rundschau, nd.Die Woche* und *OXI*. Er ist Autor mehrerer Bücher, unter anderem zum Grünen Kapitalismus, zusammen mit Ingo Stützle zum französischen Ökonomen Thomas Piketty sowie zu den Finanzmärkten. Zuletzt erschienen (mit Antonella Muzzupappa): «Crash Kurs Krise. Wie die Finanzmärkte funktionieren. Eine kritische Einführung» (Berlin 2020).

Ingo Stützle ist Redakteur der Zeitschrift *PROKLA* und betreut die Edition der Marx-Engels-Werke (MEW) beim Dietz Verlag Berlin. Er ist Autor mehrerer Bücher, unter anderem «Austerität als politisches Projekt. Von der monetären Integration Europas zur Eurokrise» (Münster 2014) sowie (mit Stephan Kaufmann) «Ist die ganze Welt bald pleite? Populäre Irrtümer über Schulden» (Berlin 2015).

IMPRESSUM

luxemburg beiträge Nr. 8
wird herausgegeben von der Rosa-Luxemburg-Stiftung
V. i. S. d. P.: Ulrike Hempel
Straße der Pariser Kommune 8A · 10243 Berlin · www.rosalux.de
ISSN 2749-0939 · Redaktionsschluss: Dezember 2021
Titelmotiv: pixabay.com/nikon89
Lektorat: TEXT-ARBEIT, Berlin
Layout/Herstellung: MediaService GmbH Druck und Kommunikation
Gedruckt auf Circleoffset Premium White, 100 % Recycling

Staatsschulden sind eine Art vorfinanziertes Wachstum. Über die staatliche Kreditaufnahme spekulieren Regierungen und ihre Geldgeber – die Finanzmärkte – darauf, dass die Schulden mehr Wirtschaftsleistung und mehr Staatseinnahmen generieren. Mit ihrer Verschuldung macht eine Regierung ihre Bevölkerung dafür haftbar, dass diese Rechnung aufgeht.