

Fiatgeld und Corona-Krise

Jens van Scherpenberg

Die Corona-Krise hat zu einer beispiellosen, sonst nur aus Kriegszeiten bekannten Zunahme der weltweiten Verschuldung von Staaten und Unternehmen geführt. Die großen Industriestaaten nehmen immer neue Billionenbeträge an Schulden auf, um ihre Wirtschaft zu stützen. Und ihre Zentralbanken fluten seit Beginn der Coronakrise die Wirtschaft mit Billionen neuen Geldes, indem sie immer größere Teile der neu emittierten Schulden aufkaufen. Alle bisherigen Warnmarken für Schuldenquote, Haushaltsdefizite und Geldmengenerweiterung haben ihre Gültigkeit verloren.

Viele fragen angesichts dieser riesigen Summen daher besorgt und verständnislos „können wir uns das leisten?“ Auch unter Wirtschaftswissenschaftlern besteht erstaunliche Unsicherheit darüber, wie diese Entwicklung zu beurteilen sei, stehen sich mahnende und abwiegelnde Stimmen gegenüber. Daher lohnt es sich, zu untersuchen, was die Billionen neuer Staatsverschuldung und Zentralbankgeldschöpfung über die Natur dessen, was wir heute unter „Geld“ verstehen, verraten und was über unser Wirtschaftssystem. Daraus

ergibt sich auch eine Antwort darauf, „wie lange das noch gut gehen kann“, wo die Risiken der riesigen Corona-bedingten Geldflut liegen.

1. Das „Mysterium“ der Geldschöpfung

„Dixitque Deus fiat lux et facta est lux“ – „Und Gott sprach es werde Licht und es ward Licht“. So lautet der zweite Satz der lateinischen Vulgata-Bibel. Und so wie laut Bibel allein durch die Kraft des Gotteswortes das Licht erschaffen wurde, so hört man heute die Präsidenten und Gouverneure der führenden Zentralbanken mit ihren Direktoren sprechen: Es werde Geld – „fiat money“ – und es ward Geld, und zwar in einer Menge, die von nichts als ihrer freien Entscheidung abzuhängen scheint, eine „creatio ex nihilo“ – Geldschöpfung aus dem Nichts, beruhend allein auf der hinter ihnen stehenden Macht des Staates.

Die Zeiten, als Währungen mit Gold gedeckt waren, also mit einer real existierenden, durch er-



Dr. Jens van Scherpenberg
Geschwister-Scholl-Institut für
Politikwissenschaft
Ludwig-Maximilians-Universität München

heblichen Arbeitsaufwand gewonnenen Wertschöpfung, sind spätestens seit Ende des Bretton Woods-Systems 1971 mit der Aufhebung der Goldgarantie des Dollar passé. Längst schon waren die realen Goldvorräte weit hinter den wachsenden Zahlungsbedürfnissen und der in Geld sich realisierenden Akkumulation des Kapitals in der Welt zurückgeblieben. Heutiges Geld, ob in Papier- oder elektronischer Form, repräsentiert Wert allein durch die staatliche Garantie bzw. das rechtsförmige staatliche Gebot, dass es als gesetzliches Zahlungsmittel (legal tender) zu gelten hat. Das ist das Zentralbankgeld. Darauf beruhend schaffen die Banken ihrerseits in noch weit größerem Umfang Geld, indem sie ihren Kunden Kredite einräumen oder Schuldtitel erwerben und dem Kreditnehmer oder Verkäufer den entsprechenden Geldbetrag auf seinem Konto gutschreiben.

Auch sind die Banken zugleich Schuldner; sie verwalten das Geld der Gesellschaft, das ihnen nicht gehört, auf ihren Kundenkonten, um es in profitables Geldkapital für sich verwandeln. Und wenn sie Zahlungen zu leisten haben, für die nicht genug sofort verfügbares Geld (Liquidität) da ist, können sie auf den „lender of last resort“, den Kreditgeber der letzten Instanz, zurückgreifen und sich gegen Hinterlegung oder Verkauf von Anleihen und anderen Schuldverschreibungen, vorzugsweise des Staates, bei ihrer Zentralbank verschulden. Diese leitet damit – aus dem Nichts – über die Banken zusätzliches Geld in den Geldkreislauf der Wirtschaft.

Das ist die Normalität, in der die staatliche Geldschöpfung sich am Geldbedarf der Banken zur Finanzierung der Kreditnachfrage einer wachsenden Wirtschaft orientiert.

2. Die Corona-Krise ökonomisch betrachtet

Seit der Finanzkrise von 2008/9, erst recht aber in der gegenwärtigen Krise seit Ausbruch der Covid-19-Pandemie ist diese Normalität in sehr grundsätzlicher Weise außer Kraft gesetzt.

Die Zentralbanken der großen Industriestaaten hatten bereits im Gefolge der Finanzkrise eine Politik der massiven Geldschöpfung bei gleichzei-

tigem Absenken des Zinsniveaus auf nahezu Null betrieben, durch Ankäufe von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren. Mit dem so in die Wirtschaft gepumpten zusätzlichen quasi zinslosen Zentralbankgeld sollten die Banken in die Lage versetzt werden, ihrerseits der Wirtschaft und den privaten Haushalten günstige Kredite zu vergeben und so die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Investitionstätigkeit anzukurbeln.

Allerdings versagte diese Politik, ihr Ziel, das Wiederanspringen eines kreditfinanzierten Wachstums, wurde nicht erreicht. Was wuchs, das waren allein die Liquiditätsreserven der großen Unternehmen und die Zentralbankguthaben der Banken. Die Zentralbanken hatten ihr geldpolitisches Pulver verschossen.¹ Klar war damit, dass in der nächsten Krise die Staaten selbst mit ihrer Fiskalpolitik gefordert seien. Und dieser Fall ist mit der Corona-Krise eingetreten.

Die Pandemie hat jedoch zunächst keine Finanzkrise ausgelöst. Es geht diesmal nicht mehr um die Folgen eines Platzens von Spekulationsblasen, um die Liquidität der Banken oder den Zugang von Unternehmen zu Krediten. Beides ist durch die expansive Geldpolitik der Zentralbanken seit der Finanzkrise gesichert. Das durch die Pandemie aus Gründen der Volksgesundheit erzwungene Herunterfahren zahlreicher ökonomischer Aktivitäten, vor allem im Dienstleistungssektor, das Ausbleiben von Investitionen, der mit der weltweiten Dimension der Krise einhergehende Einbruch der Auslandsnachfrage, resultiert in der Summe in einem enormen gesamtwirtschaftlichen Nachfrageausfall und damit einer globalen wirtschaftlichen Depression. Der IWF rechnet damit, dass die Weltwirtschaft bis 2025 gegenüber den Erwartungen vor Ausbruch der Coronakrise von einem Wohlstandsverlust in Höhe von 28 Billionen Dollar getroffen wird.

Erst sekundär drohen infolge massenhafter Firmenpleiten auch Kreditausfälle der Banken. Eine Hauptbedrohung nicht nur für die gesamte Volkswirtschaft, sondern für den sozialen Zusammenhalt der Gesellschaft ist allerdings der Verlust von Millionen von Arbeitsplätzen. Diesen Circulus Vitosus von Nachfrageeinbruch – Beschäftigungs- und damit Einkommensverlust – weiterer Nachfrageeinbruch zu durchbrechen, war und ist eine Aufgabe nicht für die Zentralbanken,

sondern für die Staatshaushalte. Es muss darum gehen, mit den Mitteln der Fiskalpolitik, mit staatlichen Geldzuschüssen das Überleben der Wirtschaft zu sichern, und das heißt für die unterschiedlichen Abteilungen der Wirtschaft verschiedene:

Für diejenigen, die von ihrer Arbeit leben müssen, sei es als abhängig beschäftigte Arbeitnehmer, sei es als kleine Selbständige oder Kunstausübende, gibt es Kurzarbeitergeld oder kleine Sonderzahlungen, die buchstäblich *ihr Überleben als Menschen* sichern, das Abgleiten in völlige Verelendung verhindern sollen. Den Unternehmen wird durch staatliche Zuschüsse oder Kapitalbeteiligungen ihr *Überleben als Unternehmen*, also ihre Zahlungsfähigkeit, ihr Kredit gesichert. Das erfordert naturgemäß höhere Beträge, wie etwa die 9 Milliarden Euro für die Lufthansa oder die Milliardenbeträge für den Tourismuskonzern TUI.

Insgesamt erreicht der Betrag, den die großen Industriestaaten im Zuge der Corona-Krise bis Ende 2020 zur Stützung ihrer Wirtschaft bereitgestellt haben, nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) 12 Billionen Dollar, zum größten Teil finanziert durch eine Ausweitung der öffentlichen Verschuldung. Diese extrem expansi-

ve Fiskalpolitik wird vom IWF, dem früheren Exekutor einer harten Sparpolitik für Krisenländer, inzwischen aktiv unterstützt, ja gefordert.² Die jährlichen Defizite für die sieben größten Industriestaaten (G7) stiegen allein im Jahr 2020 von 4,2% auf 16,2% des BIP, ihr Schuldenstand erreichte 2020 141% des BIP, nach 118% in 2019; für Deutschland stieg er innerhalb eines Jahres von 59,5 auf 73,3% des BIP.³

Und die vier bedeutendsten Zentralbanken, die amerikanische Fed, die Europäische Zentralbank (EZB), die Bank of Japan (BoJ) und die Bank of England (BoE), haben ihre ohnehin schon von der Finanzkrise her aufgeblähten Bilanzen allein in 2020 um weitere Billionenbeträge neuen Geldes erhöht, so dass sie heute sechs- bis elfmal so hoch sind wie 2008 (s. Tabelle).

Dies sind bezogen auf das BIP die höchsten Werte seit 1945, so dass viele sich an die Verhältnisse der damaligen Kriegswirtschaft erinnert fühlen. In der Tat steigt die Staatsschuldenquote der USA im am 1. Oktober 2020 begonnenen Haushaltsjahr 2021 erstmals seit dem Zweiten Weltkrieg wieder weit über 100% des BIP, auf voraussichtlich 131%.⁴

Entwicklung der Zentralbankbilanzen der USA, der Eurozone, Japans und des Vereinigten Königreichs (vor und nach Ausbruch der Finanzkrise, vor und nach Ausbruch der Corona-Krise)

	1.1. 2008	1.1.2010	1.1.2020	1.1.2021	Zunahme 2008 bis 2019 (%)	Zunahme in 2020 (%)
US Federal Reserve (Mrd. \$)	922	2235	4174	7335	353 %	76 %
Europ. Zentralbank (Mrd. €)	1286	1905	4664	6979	263 %	50 %
Bank of Japan (Bill. ¥)	113	122	557	703	393 %	26 %
Bank of England (Mrd. £)	78	167	607	902	678 %	49 %

Der noch während der Finanzkrise von Angela Merkel beschworenen „Lebensweisheit der schwäbischen Hausfrau“, man könne „nicht auf Dauer über seine Verhältnisse leben“, gelten zwar noch gelegentliche Lippenbekenntnisse. In der Praxis aber ist sie mit bemerkenswerter Radikalität verworfen worden, die Klarstellung des amerikanischen Ökonomen John K. Galbraith vor über 40 Jahren bestätigend, man könne nicht das Großgebilde Nationalstaat mit den privaten Haushalten vergleichen, die auf die – zudem höchst ungleiche – begrenzte Einkommenssumme angewiesen sind, die ihnen aus ihrem Beitrag

zur Wirtschaft zufließt.⁵ Denn ein Staat, der sich in seinem eigenen Geld verschuldet, das er selbst aus eigener Machtvollkommenheit zu drucken vermag, kann per Definition nicht pleite gehen.

Was die Zahlen der allgemeinen Schuldenexpansion angeht, mag die Analogie zur Kriegswirtschaft naheliegen. Hinsichtlich der ökonomischen Grundlagen geht sie jedoch fehl. Schließlich hat es nicht wie im Krieg eine physische Zerstörung von Kapitalstock oder zumindest eine massive Umlenkung von Investitionen vom zivilen in den Rüstungssektor gegeben. Stattgefunden hat nur eine *Entwertung* des vorhandenen physischen Kapitals

(etwa Flugzeuge, Hotelimmobilien u.a.). Das ist aber im Kapitalismus mindestens genauso schlimm: Es bleiben Überkapazitäten an investiertem Kapital, das keinen Ertrag mehr abwirft, weil die Nachfrage fehlt, während nach einem Krieg jede Menge Investitionsbedarf und gewinnträchtiger Nachfrageüberhang besteht.

Tatsächlich fällt die Corona-Krise nicht nur wegen der Pandemie so schwer aus, sondern weil der Effekt der Pandemie elf Jahre nach der Finanzkrise auf eine ohnehin bereits von Stagnation und Überakkumulation gekennzeichnete Wirtschaft in den großen Industriestaaten trifft, verschärft durch den tiefgreifenden Strukturwandel, den die Klimaerwärmung erzwingt.

Das wirft ein Dilemma für die Politik auf: Soll sie um jeden Preis die Coronakrisen-geschädigten Unternehmen finanziell stützen, damit aber möglicherweise den notwendigen Strukturwandel bremsen? Das könnte sogenannte Zombieunternehmen entstehen lassen, wie viele Ökonomen befürchten, Unternehmen also, die nur mehr durch die staatliche Unterstützung am Leben gehalten werden, unter sich wandelnden Marktbedingungen aber auch ohne die Einschränkungen der Pandemie keine Chance mehr hätten. Oder soll sie stattdessen durch das Zulassen „schöpferischer Zerstörung“, wie sie der österreichische Ökonom Schumpeter gegen strukturhaltende Subventionen postulierte, den Strukturwandel beflügeln? Die Ökonomen-Lehre von den langfristig positiven Wirkungen „schöpferischer Zerstörung“ ignoriert jedoch, was die politische Praxis in Demokratien auf keinen Fall ignorieren kann: die Verelendung in der Bevölkerung, die auf einem solchen zerstörerischen Weg in die schöne neue Welt künftiger wachstumssträchtiger Strukturen und Unternehmen liegt und demokratiezerstörende populistische Bewegungen hervorbringen kann.

3. Die Rolle der Zentralbanken

Auch wenn mit der Corona-Krise die Krisenpolitik nun eine Sache der Staatshaushalte geworden ist, die großen Industriestaaten rücksichtslos gegenüber allen bisherigen Vorstellungen von Begrenzung der Staatsschulden zu fiskalpolitischer Expansion greifen, stehen die Zentralbanken, wie

gezeigt, keineswegs an der Seitenlinie dieses fiskalpolitischen Großensatzes: Im Gegenteil, sie machen ihn durch den Ankauf von Staatsschuldpapieren in großem Umfang, durch die faktische weitgehende Monetarisierung der Staatsschuld, erst möglich. Tatsächlich haben die Zentralbanken der großen Industrieländer 2020 etwa die Hälfte der Neuverschuldung der Staatshaushalte übernommen, also im Gegenwert dafür neues Zentralbankgeld geschaffen. Damit befolgen sie pro forma immer noch den geldpolitischen Zweck, die Zinsen niedrig zu halten. Aber Ziel ist es nicht mehr, die inländische Kreditnachfrage zu fördern. Inzwischen folgen die Zentralbanken einem ganz eigenen absoluten Sachzwang, der aus der bisherigen Geldvermehrung und der Ausweitung der Staatsschulden folgt: Würden sie die Niedrig- bzw. Nullzinspolitik aufgeben und einen Anstieg der Kapitalmarktzinsen zulassen, könnten die Staatshaushalte unter der Last des wachsenden Schuldendienstes zusammenbrechen und eine neuerliche Wirtschaftskrise würde ausgelöst. Umgekehrt ist eine immer stärker steigende Staatsverschuldung bei einem dauerhaft niedrigen Zinssatz um Null Prozent oder knapp darüber fiskalisch unbedenklich, da praktisch kein laufender Schuldendienst anfällt und die Schulden bei Fälligkeit immer wieder erneuert werden können.

Inzwischen sind die großen Zentralbanken über die Teilmonetarisierung der Staatsschulden hinaus dazu übergegangen, in großem Umfang auch Unternehmensanleihen, ja sogar über Indexfonds auch Aktien anzukaufen. Damit stützen sie die Kapitalbeschaffung von Unternehmen für Expansion und Unternehmenskäufe, die durch schrumpfende Kapitalmärkte und fallende Aktienkurse gefährdet wäre, tragen aber auch bei zur Inflationierung monetärer Vermögenswerte, vor allem Aktien.

Insgesamt lässt sich eine fortschreitende Erosion der bisherigen Schranken zwischen Geld- und Fiskalpolitik feststellen, und damit der Unabhängigkeit der Zentralbanken – nicht durch politische Eingriffe in diese Unabhängigkeit, sondern aufgrund der Sachzwänge, denen sich die Zentralbanken ausgesetzt sehen.

Ein Konzept, dass diese Schranke vollständig zum Verschwinden brächte – und daher bislang noch politisch abgelehnt wird –, ist das sogenann-

te *Helikoptergeld*, wie es der amerikanische Ökonom und Wirtschaftsnobelpreisträger Paul Krugman schon in den 1990er Jahren für Japan empfahl: Metaphorisch gesprochen, solle die Zentralbank vom Helikopter aus frisches Geld auf die Bevölkerung herabregnen lassen. Konkret gemeint ist damit, dass die Zentralbank neues Geld nicht mehr auf dem Umweg über den Kapitalmarkt und damit den Bankensektor schöpft, sondern indem sie es direkt an die privaten Haushalte auszahlt. Hintergrund dieses Konzepts ist die Feststellung, dass das bislang von den Zentralbanken neu geschaffene Geld nicht wirklich im Wirtschaftskreislauf bleibt und dort für private Nachfrage sorgt, sondern mangels anderweitiger rentabler Verwendbarkeit von den Banken überwiegend auf ihren Konten bei der Zentralbank gehalten wird. Die USA kommen diesem Konzept inzwischen sehr nahe, wenn im Rahmen des von Präsident Joe Biden vorgelegten Stützungsprogramms in Höhe von fast 2 Bill. \$ an jeden Haushalt 1400 \$ ausbezahlt werden sollten, natürlich aus zusätzlichen Staatsschulden finanziert, die von der Fed voraussichtlich weitgehend monetarisiert werden.

4. Paradigmenwechsel der Wirtschaftspolitik und „Modern Monetary Theory“ – „Voodoo Economics“ oder die passende Theorie zur neuen fiskalpolitischen Realität?

Jede große Wirtschaftskrise, lässt sich im Rückblick auf die letzten 100 Jahre sagen, bringt eine neue Wirtschaftspolitik hervor. In Deutschland führte die Hyperinflation Anfang der 1920er Jahre dazu, dass sich das Konzept einer Unabhängigkeit der Zentralbank durchgesetzte. Die Reichsbank verfolgte ab 1924 unter ihrem Präsidenten Hjalmar Schacht eine grundsätzlich unabhängige Geldpolitik und konnte sich bis zu Schachts Entlassung im Januar 1939 dem Kommando des NS-Regimes entziehen. Die Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre brachte den Keynesianismus hervor, in den USA in den großen Ausgabenprogrammen des New Deal umgesetzt. Aus den Trümmern und riesigen Verlusten an Menschenleben infolge des Zweiten Weltkriegs entstand der moderne Wohl-

fahrtsstaat. Die Ölkrise der 1970er Jahre und die mit ihr einhergehende Inflation ließen den Monetarismus und Neoliberalismus zum wirtschaftspolitischen Dogma werden, bis dieser in der Finanzkrise von 2008/9 sein Waterloo erlebte. Als Reaktion auf die Finanzkrise und die Euro-Staatschuldenkrise wurde eine strenge Sparpolitik zur wirtschaftspolitischen Leitlinie nicht nur in Europa, sondern auch beim IWF.

Und nun, als Reaktion auf die desaströsen Folgen der Sparpolitik und ihrer krisenverschärfenden Wirkung, erfolgt unter dem Eindruck der Pandemie eine erneute Wendung hin zu einem aktivistischen, fiskalisch expansiven Staat,⁶ der sich nicht davor scheut, mit massiven Subventionen in die Wirtschaft einzugreifen und mit staatlichen Unternehmensbeteiligungen Industriepolitik zu betreiben.

Der aktuellste Ausfluss dieses wirtschaftspolitischen Paradigmenwechsels ist die Aufmerksamkeit, die die *Modern Monetary Theory* (MMT) jüngst erfahren hat. Die MMT, in den letzten zwanzig Jahren als konjunkturunabhängige Fortentwicklung des zur Überwindung einer Wirtschaftskrise konzipierten keynesianischen „Deficit Spending“ entwickelt, treibt das Prinzip des „Fiat-Geldes“ zu seiner letzten Konsequenz: Das vom Staat mit seiner Recht setzenden Gewalt geschaffene nationale Zahlungsmittel kann vom Staat auch in beliebigem, seinem Bedarf entsprechendem Ausmass vermehrt werden, indem er sich bei der Zentralbank verschuldet und von dieser für seine dergestalt monetarisierten Schulden neues Geld erhält, mit dem er seine politischen Zwecke verfolgen kann.

Eine der aktuell namhaftesten Vertreterinnen der MMT, die amerikanische Ökonomin Stephanie Kelton, brachte es mit ihrem im Juni 2020 erschienenen Buch „The Deficit Myth“ innerhalb kurzer Zeit auf die Bestsellerliste der New York Times.⁷ Sie widerlegt sechs „Mythen“ zum Thema Staatsdefizite:

1. Gegen die bei uns unter dem Signum „Weisheit der schwäbischen Hausfrau“ bekannte Gleichsetzung von Staats- und privatem Haushalt stellt sie klar: Der private Haushalt *(ver)braucht* Geld, der Staat *schafft* Geld aus eigener Macht – Fiat-Geld.

2. Gegen den Mythos vom öffentlichen Defizit als Ausdruck von über-die-Verhältnisse-leben weist sie darauf hin, dass dem öffentlichen Defizit entsprechende Sparüberschüsse der privaten Wirtschaft gegenüberstehen.
3. Gegen den Mythos von der Belastung künftiger Generationen durch wachsende Staatsschulden bestreitet sie, dass Defizite künftige Generationen ärmer, der Abbau von Staatsschulden sie reicher machten. Vielmehr stiften Staatsschulden Wohlstand und machen die Gesellschaft insgesamt reicher.
4. Auch würde öffentliche Schuldenaufnahme keineswegs, wie behauptet, private Kreditnehmer aus dem Markt verdrängen, vielmehr privates Wachstum schaffen.
5. Auch sei es falsch, dass durch Schuldenexpansion erzeugte Handelsbilanzdefizite ein Land abhängig machen würden von anderen. Die USA etwa erhielten vielmehr reale Importgüter, während das exportierende Land, etwa China, für seinen Handelsüberschuss mit Dollars bzw. amerikanischen Staatsschulden (Treasuries) abgepeist werde.
6. Schließlich sei es auch ein Irrtum, dass steigende staatliche Verpflichtungen für Rentenzahlungen und Gesundheitskosten zu einer Krise der Staatsfinanzen führten. Der Staat könne jederzeit durch seine Geldschöpfungsmacht alle entsprechenden Zahlungsverpflichtungen erfüllen.

Grundsätzlich müsse zwar auf ein annäherndes Gleichgewicht von realen Produktionsressourcen und monetärer Nachfrage geachtet werden, da sonst Inflationsgefahr bestehe. Doch diese Gefahr sei derzeit angesichts der unzureichenden Nachfrage von Verbrauchern und investierenden Unternehmen weit entfernt. So könne die Regierung endlich die wahren Defizite angehen: Unterbeschäftigung, Unterversorgung im Gesundheits- und Bildungswesen, unzureichende Infrastrukturinvestitionen, das Defizit an grüner Klimapolitik, ohne fiskalpolitische Rücksichten nehmen zu müssen.⁸

Es ist kein Wunder, dass dieses Konzept vor allem links der politischen Mitte Popularität genießt. In den USA etwa ließ sich der demokratische Präsi-

dentschaftsbewerber Senator Bernie Sanders von Kelton beraten, und die populäre Kongressabgeordnete Alexandria Ocasio-Cortez stützte darauf das Finanzierungskonzept für den von ihr vorgelegten ambitionierten Plan eines „Green New Deal“.

Aus den Reihen der etablierten Wirtschaftswissenschaft erfährt die MMT hingegen teilweise heftige Kritik. Sie geht von „grotesk“ und „Voodoo Economics“, wie der frühere US-Finanzminister und Harvard-Ökonom Larry Summers die MMT charakterisierte,⁹ bis zu differenzierten, aber doch grundsätzlichen theoretischen Einwänden, wie sie Paul Krugman in einer Debatte mit Kelton formulierte.¹⁰

Gleichwohl erkennt auch Krugman,¹¹ ebenso wie andere Ökonomen, darunter der frühere Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds (IWF), Olivier Blanchard, dass unter den Bedingungen langfristig extrem niedriger Zinsen ein erheblicher Spielraum für eine schuldenfinanzierte Expansion der Staatsausgaben besteht.¹² Und selbst Larry Summers spricht inzwischen von einer „neuen Revolution“ in der Fiskalpolitik, um die private Nachfrage stagnation durch staatliche Nachfrage zu kompensieren.¹³

Auch in Deutschland beschäftigt diese Kontroverse führende Ökonomen und wird von ihnen in der breiteren Öffentlichkeit ausgetragen. Der während der Eurokrise als Befürworter einer strikten Sparpolitik hervorgetretene frühere Chef des Münchner Ifo-Instituts, Prof. H.W. Sinn, mahnt auch diesmal wieder vor „Zombifizierung und Stagflation“ als den Risiken immer weiterer Schuldenexpansion und deren Monetarisierung durch die Zentralbanken.¹⁴ Sein Kollege Prof. Friedrich Heinemann vom ZEW-Institut fordert dringend, die Corona-bedingte Schuldenexpansion müsse eine absolute Ausnahme bleiben und baldmöglichst zurückgefahren werden.¹⁵ Der frühere „Wirtschaftsweise“ Prof. Bert Rürup hingegen verweist auf die neue wirtschaftliche Realität, die „den etablierten ökonomischen Theorien wieder einmal vorausgeeilt ist.“¹⁶

5. Von der Dominanz der Fiskalpolitik zur „finanziellen Repression“?

Jenseits aller wirtschaftstheoretischen Dispute hat faktisch ein fundamentaler wirtschaftspolitischer Paradigmenwechsel hin zur Dominanz der von den Regierungen betriebenen Fiskalpolitik über die Geldpolitik als Instrument der bislang unabhängigen Zentralbanken stattgefunden. Sparpolitik und „Schuldenbremse“ vor allem in Europa im Gefolge der Finanz- und Eurokrise, ganz zu schweigen von der zur Schimäre gewordenen deutschen „Schwarzen Null“, sehen inzwischen selbst manche ihrer früheren Propagandisten als Fehler, wie etwa die Financial Times selbstkritisch bemerkt.¹⁷

Hohe und wachsende öffentliche Haushaltsdefizite, zu minimalen, Null- oder gar Negativzinsen finanziert, werden in den westlichen Industriestaaten noch lange Zeit Bestand haben.

Diese Perspektive vor Augen lassen sich zwei Szenarien formulieren, ein pessimistischeres und ein bedingt optimistischeres.

1. Pessimistische Beobachter der Weltwirtschaft sehen die „säkulare Stagnation“ als neuen Dauerzustand vor allem der Wirtschaft der westlichen Industriestaaten, die durch die fiskalpolitische Schuldenaufblähung und ihre Monetarisierung durch die Zentralbanken eher verschärft wird, mit dem Resultat von Zombifizierung und Stagflation der Wirtschaft, wie es H.W. Sinn befürchtet. Diese neue „säkulare Stagnation“ hat allerdings ihren Grund gerade im stürmischen Wachstum zur Hochzeit der Globalisierung, das in eine durch die verschärfte Konkurrenz um Marktanteile getriebene Überakkumulation von Kapital, mit riesigen Überkapazitäten in vielen Industriezweigen, geführt hat und nun seit der Finanzkrise in massiven Druck auf Produktionskosten und Einkommen mit entsprechenden deflationären Effekten mündet. Konsequenterweise gehört in dieses Szenario auch die Überlegung, in großem Umfang Staatsschulden zu streichen. Geschähe das über den gesamten ausstehenden Bestand an Staatsschulden eines Landes, würde es wahr-

scheinlich zu einem Zusammenbruch des Bankensektors führen. Aber denkbar wäre die Streichung nur der von der Zentralbank gehaltenen Staatsschulden. Die daraus resultierenden Bilanzverluste der Zentralbank hätten keine gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen. Allerdings würde damit die Zentralbank der wichtigsten Mittel beraubt, um durch Verkauf der von ihr gehaltenen Schuldpapire der Wirtschaft Geld zu entziehen und so später einmal die umlaufende Geldmenge zu reduzieren.

2. Optimisten rechnen hingegen mit einem tiefgreifenden, technologiegetriebenen Strukturwandel, der begleitet von einer zunehmenden Disruption der bisherigen Globalisierung eine neue Wachstumsphase in den westlichen Industrieländern anstoßen könnte, mit einem neuen Boom der privaten Nachfrage.¹⁸ Der stünden in diesem Szenario allerdings auf der Angebotsseite steigende Produktionskosten gegenüber, da zum einen die Kostensenkungseffekte aus der Globalisierung schwinden, zum anderen klimapolitisch gewollt die Energiepreise steigen. Und dann könnte sich die überschüssige Geldmenge in eine sich beschleunigende Inflation übersetzen, die schließlich auf ihre Weise für ein Abschmelzen der Staatsschulden durch ihre Entwertung sorgt, wenn nicht der Staat durch deutliche Steuererhöhungen rechtzeitig die private Nachfrage beschränkt.

Im Rahmen dieses Szenarios wäre es allerdings auch möglich, dass die Staaten zur „finanziellen Repression“ übergehen, wie die USA und Großbritannien es nach dem Zweiten Weltkrieg praktiziert haben: einer zwangsweisen Begrenzung der Kapitalmarktzinsen, nötigenfalls begleitet von Kapitalverkehrsbeschränkungen, bei gleichzeitiger Inkaufnahme einer höheren Inflationsrate, so dass die Realzinsen deutlich negativ sind. Auf diese Weise entwerten sich die Staatsschulden – zu Lasten der Gläubiger – ohne dass das Wachstum durch hohe Zinsen abgewürgt wird. Das wäre ein drastischer staatlicher Eingriff in die Märkte und damit in die ordnungspolitischen Grundsätze der Marktwirtschaft. Aber die großen marktwirtschaftlichen

Industriestaaten wenden sich ohnehin ab von der neoliberalen Verabsolutierung der Märkte hin zu einer dauerhaft stärkeren Rolle des Staates gegenüber dem Markt. Die finanzpolitische Begleitung dieses Kurses durch finanzielle Repression der Kapitalmärkte wäre da eine durchaus logische Verlängerung.¹⁹

6. Warum die großen Weltwährungen durch die Geldflut keinen Wertverlust erleiden – Die Rolle der Staatsgewalt und der Dollar als dominante Weltwährung

Gegen die MMT wird eingewandt, dass sie die Außendimension der Volkswirtschaften nicht berücksichtige. So moniert etwa Larry Summers, eine Politik, die sich auf die Zentralbankfinanzierung von staatlichen Defiziten stütze, würde zu einem Zusammenbruch des Wechselkurses, damit zu Inflation, sinkenden Reallöhnen, steigenden Zinssätzen und Kapitalflucht führen.²⁰ Davon kann zwar derzeit keine Rede sein. Allerdings, ließe sich einwenden, steigt der Wert von scheinbar inflationssicheren Wertaufbewahrungsmitteln wie Gold und die Kryptowährung Bitcoin in der letzten Zeit unaufhörlich. Nur sind diese Anlagen der Menge nach vernachlässigenswert gering im Vergleich zu den Billionenbeträgen zusätzlich geschöpften Geldes. Vor allem die Kryptowährungen, von denen Bitcoin die mit Abstand wichtigste ist, fungieren derzeit abgesehen von überwiegend kriminellen Nischenmärkten weniger als Zahlungsmittel oder Medium der Kapitalakkumulation, denn als Spekulationsobjekt. Und der Wert einer Währung hängt nicht von den Goldreserven ihrer Zentralbank ab, sondern von dem Maß erfolgreichen kapitalistischen Wachstums, das in dieser Währung bilanziert wird und das Ausdruck der Kreditwürdigkeit dieses Währungsraumes ist. Die Gewalt eines Staates über seine Bevölkerung und Ökonomie reicht eben nur bis an seine Grenzen. Das durch diese Gewalt garantierte Geld steht international in Konkurrenz zu den Währungen anderer Länder, über die er keine Macht hat. Damit droht gefährliche Spekulation gegen eine Währung.

Die wird derzeit für die großen westlichen Wirtschaftsmächte von den Finanzmärkten jedoch nicht in Zweifel gezogen. Hier bewährt sich im wortwörtlichen Sinn die „Werte“-Gemeinschaft der westlichen Industriestaaten. Ihre Zentralbanken, Federal Reserve, EZB, BoJ, BoE, kooperieren miteinander und garantieren einander im Krisenfall, ihre Währungen vor abruptem Wertverfall zu schützen. Diese Garantie gilt aber eben nur für die großen Weltreservewährungen, US-Dollar, Euro, Yen, Pfund, in geringerem Maße für ihre westlichen „Satellitenwährungen“, Schweizer Franken, kanadische, australische und neuseeländische Dollar. Sie gilt nicht – oder nur unter engen politischen Auflagen – für schwächere Staaten, Entwicklungs- und Schwellenländer, deren Währungen daher erst recht zum Gegenstand der Spekulationen werden, zumal sie sich nicht nur in eigener Währung, sondern auch massiv in Dollar oder Euro verschuldet haben. Damit verschärft sich auch auf dieser makroökonomischen Ebene die Ungleichheit zwischen den Staaten, die immer größere Schere zwischen Arm und Reich.

Die vier großen Zentralbanken wissen, dass eine ernsthafte Zahlungskrise in einem Land, ausgelöst etwa durch massive Spekulation gegen die Währung dieses Landes, auch die Finanzsysteme der anderen Länder mit sich reißen könnte. Können etwa Dollarschulden in einem anderen Land nicht mehr zurückgezahlt werden, weil die betreffenden Schuldner mangels Kreditwürdigkeit ihrer Währung keine Dollar mehr auf dem Devisenmarkt besorgen können, trifft das unmittelbar auch die amerikanischen Kreditgeber. Daher räumt vor allem die Federal Reserve den anderen Zentralbanken seit der Finanzkrise von 2008/9 umfangreiche Kreditlinien (Swaps) ein, zuletzt erneut im Zuge der Corona-Krise im März 2020, durch die sie im Notfall Zugriff auf Dollar haben. Das tut sie aus wohlverstandener Eigeninteresse, wie die Financial Times schreibt:

„Wenn künftige Finanzhistoriker die Covid-19-Krise studieren, werden sie feststellen, dass die Intervention der Fed auf den ausländischen Dollarmärkten durch Swap-Geschäfte mit anderen Zentralbanken einer ihrer wichtigsten politischen Züge war. Nicht nur hat die Fed damit die Märkte beruhigt; sie hat auch die Hegemonie des

dollarbasierten globalen Finanzsystems auf Jahre hinaus untermauert.²¹

Eine der Weltreservewährungen ist allerdings von diesem wechselseitigen Garantieregime der Zentralbanken ausgenommen, der chinesische Renminbi. Und die chinesische Regierung tut alles dafür, ihre ohnehin geringe Abhängigkeit vom US-Dollar weiter zu reduzieren und auch international die Rolle des Dollar zurückzudrängen. Als China im März 2020 plötzlich in größerem Umfang dem Treasuries-Markt den Rücken kehrte und andere Investoren mit sich zog, kam es zu einem jähen Zinsanstieg der Treasuries, der die Fed nötigte, innerhalb von drei Wochen ihrerseits Treasuries in Höhe von 1 Bio \$ anzukaufen, um den Markt wieder zu beruhigen und die Zinsen wieder zu drücken.²²

Die weltpolitische Rivalität zwischen den nunmehr zwei Supermächten wird auch auf währungspolitischem Gebiet ausgetragen werden – und es ist offen, ob die Politik der grenzenlosen Verschuldung und Geldschwemme in den westlichen Industriestaaten sich in dieser Rivalität als erfolgreich erweist.

Anmerkungen

- 1 S. Jens van Scherpenberg, Zentralbanken – vor dem Ende der Geldschwemme oder am Ende ihres Lateins?, *Gesellschaft • Wirtschaft • Politik (GWP)* Heft 1/2018, S. 33-39, S. 36.
- 2 Gita Gopinath, Global liquidity trap requires a big fiscal response. Central banks have taken unprecedented steps, but now demand needs a lift, *Financial Times (FT.com)*, 2.11. 2020, <https://www.ft.com/content/2e1c0555-d65b-48d1-9af3-825d187eec58>. Gita Gopinath ist die Chefökonomin des IWF.
- 3 International Monetary Fund (IMF), *Fiscal Monitor*, October 2020, S. 69 u. 75.
- 4 IMF, ebd. und Congressional Budget Office, *Options for Reducing the Deficit: 2021 to 2030*, December 9, 2020, <https://www.cbo.gov/publication/56783>.
- 5 John K. Galbraith, *Geld. Woher es kommt, wohin es geht*, München 1976.
- 6 Vgl. International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, October 2020. S. auch „Dawn breaks on a new age of economic thinking. IMF analyses point to more co-operation between governments and the private sector“, *Financial Times (FT.com)*, 11.10.2020, <https://www.ft.com/content/70e3fd73-6fb8-4363-8530-dee01665d978>.
- 7 Stephanie Kelton, *The Deficit Myth. Modern Monetary Theory and How to Build a Better Economy*, New York 2020. In Deutschland finden sich die Thesen der MMT unter anderem bei Maurice Höfgen, *Mythos Geldknappheit: Modern Monetary Theory oder warum es am Geld nicht scheitern muss*, Stuttgart 2020.
- 8 Kelton, a.a.O.; hier zusammengefasst nach Hans G. Despain, *Book Review: The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy* by Stephanie Kelton, London School of Economics, <https://blogs.lse.ac.uk/lsereviewofbooks/2020/06/22/book-review-the-deficit-myth-modern-monetary-theory-and-the-birth-of-the-peoples-economy-by-stephanie-kelton/>
- 9 Lawrence H. Summers, *The left’s embrace of modern monetary theory is a recipe for disaster*, *Washington Post* 5.3.2019, https://www.washingtonpost.com/opinions/the-lefts-embrace-of-modern-monetary-theory-is-a-recipe-for-disaster/2019/03/04/6ad88eec-3ea4-11e9-9361-301ffb5bd5e6_story.html
- 10 Paul Krugman, *Running on MMT (Wonkish)*, *New York Times*, 25.2.2019, <https://www.nytimes.com/2019/02/25/opinion/running-on-mmt-wonkish.html>, und Stephanie Kelton, *Paul Krugman Asked Me About Modern Monetary Theory. Here Are 4 Answers. Deficit levels, interest rates and the tradeoff between fiscal and monetary policy*, *Bloomberg*, 1.3.2019, <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-03-01/paul-krugman-s-four-questions-about-mmt>
- 11 Paul Krugman, *Learn to Stop Worrying and Love Debt. Why you should ignore the coming Republican deficit rants*. *New York Times*, 3. 12.2020,

- <https://www.nytimes.com/2020/12/03/opinion/biden-republicans-debt.html>.
- 12 Olivier Blanchard, "Public Debt and Low Interest Rates." *American Economic Review* 109(4), 2019, S. 1197-1229.
 - 13 „We are entering another period of revolution“, Bloomberg 17.10.2020, <https://www.bloomberg.com/news/videos/2020-10-17/we-are-entering-another-period-of-revolution-says-summers-video?sref=g5fC9ouL>
 - 14 Hans-Werner Sinn, Corona und die wunder-same Geldvermehrung in Europa, Online-Vortrag am Ifo-Institut, 14. Dezember 2020, online abrufbar unter: <https://www.ifo.de/node/60642>.
 - 15 Friedrich Heinemann, Über das Ziel hinaus-geschossen. Europas billionenschwere Corona-Hilfspakete bergen große Risiken, *Süd-deutsche Zeitung*, 11.1.2021, S.16.
 - 16 Bert Rürup, Die Unabhängigkeit von Geldpo-litik und Notenbanken könnte von der Realit-ät überholt werden, *Handelsblatt*, 21.12.2020.
 - 17 A fiscal policy for all seasons, FT.com, 13.1.2021, <https://www.ft.com/content/7b6242c5-8a25-4d98-ba0a-f9d9bd046085>.
 - 18 The roaring 20s? Why a dawn of technologi-cal optimism is breaking, *The Economist*, 16.1.2021.
 - 19 Zur „finanziellen Repression“ kann auch das Verbot des privaten Handels mit Gold bis hin zum Verbot privaten Besitzes von Anla-gegold gehören, bei gleichzeitiger Fixierung eines – niedrigen Goldpreises. Zu Inflation, Schuldenstreichung und finanzieller Repres-sion s. auch „Kommt nach der Seuche die In-flation? Explodierende Staatsschulden und eine hyperaktive Geldpolitik wecken Sorgen vor Geldentwertung. Dazu muss es nicht kommen. Die Politik kann die Geldwertstabi-lität immer sichern - und sei es um den Preis von Staatsbankrotten“, *Frankfurter Allge-meine Sonntagszeitung*, 10.5.2020. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/geld-entwertung-kommt-nach-der-corona-seuche-die-inflation-16762161.html?premium>.
 - 20 Summers, a.a.O.
 - 21 Federal Reserve’s swaps intervention will pre-serve dollar’s reach. Japanese lenders especial-ly likely to benefit from the new Covid-19 sa-fety net, *Financial Times (FT.com)* 21.5. 2020, (Übersetzung J. v. S.).
 - 22 Beijing’s Bid for Financial Supremacy, *Wall Street Journal*, 5. Januar 2021, S. A15.