



Wer leiht dem Staat das Geld – oder wer zahlt die Kosten von Covid-19?

Von Jan Prieue | 08.05.2020

Viele fragen sich, wo das ganze Geld eigentlich herkommt, mit dem die Bundesregierung die Kosten des Lockdowns bezahlen will. Als die schwarze Null noch galt, war staatliches Geld noch knapp. Jetzt scheint es plötzlich in Hülle und Fülle irgendwo rumzuliegen.

Die Bundesregierung hat einen Nachtragshaushalt für 2020 beschlossen in Höhe von 156 Mrd. Euro, 4,6% des BIP. Das „Wirtschaftsstabilisierungsgesetz“ will einen Garantierahmen für Kredit bis 750 Mrd. Euro aufspannen, der den Bund 200 Mrd. in diesem Jahr kosten könnte, 6% des BIP. Die Länder machen Schulden von 65 Mrd., das sind 1,6 bis 2,0%. Zusammen sind das 421 Mrd. oder 12% des BIP von 2019.^[1] 2020 erwartet die Bundesregierung ein um 6% schrumpfendes BIP. Sie schätzt ein gesamtstaatliches Defizit von 7,25% 2020 und einen Schuldenstand von 75% des BIP Ende des Jahres, ausgehend von knapp 60% 2019. So steht es im „Stabilitätsprogramm 2020“ der Bundesregierung, [das im April der Europäischen Kommission übermittelt wurde](#).

Wer sind die Gläubiger unserer Staatsschulden?

Schauen wir uns zunächst an, wer die Gläubiger der Staatsschulden im Jahre 2019 waren, das mit einer Schuldenquote von knapp 60% des BIP endete. Dankenswerter Weise hat die Bundesregierung gerade auf [eine Anfrage der Partei „Die Linke“ im Bundestag gewissenhaft geantwortet](#). Nur 37% der An-

leihen werden von inländischen Finanzinvestoren gehalten, 63% von ausländischen. Bei den ersteren hält die Bundesbank bzw. die EZB mit 27,6% den größten Brocken, und zwar vor allem im Rahmen des PSPP von 2015 bis 2018, neu aktiviert 2019. Gerade hat das Bundesverfassungsgericht dieses Programms wegen Zweifeln an der „Verhältnismäßigkeit“, d.h. wegen mangelnder Begründungen für verfassungswidrig erklärt, sofern keine hinreichenden Argumente der EZB nachgeliefert werden. Inländische Investmentfonds und Versicherungen sowie Pensionsfonds halten noch kleine Anteile, Banken fast nichts und noch weniger „nicht-finanzielle“ Investoren, das sind vor allem private Haushalte. Diese sind aber indirekt über Investmentfonds und Lebensversicherungen beteiligt. Und die Ausländer? Versicherungen/Pensionsfonds, Investmentfonds und Banken aus dem Euroraum halten 16,5%, auch hier sind private Haushalte indirekt dabei. Drittländer halten 46,5% - etwa 20% sind Devisenreserven von Zentralbanken, und die restlichen 28,6% entfallen wieder auf Investmentfonds und ähnliche institutionelle Investoren.

Abbildung 1

Besitzer deutscher Staatsanleihen 2013 und 2019
(in % der Bruttoschulden)

	30.09.2019	31.12.2013
Inländische Investoren	37	12
Bundesbank/EZB (PSPP)	27,6	0
Eigenbestand Bund	4,6	3,7
Investmentfonds	2,4	3,2
Versicherungen/ Pensionsfonds	1,2	1,1
Banken und Staatsektor	0,9	2,9
Nichtfinanzielle Investoren	0,4	1,1
Ausländische Investoren	63	68
Euroraum, o. Deutschland	16,5	18,1
Versicherungen/Pensionsfonds	7,9	6,7
Investmentfonds	7,3	7,6
Banken und Staatssektor	1,2	3,2
Nichtfinanzielle Investoren	0,2	0,6
Drittländer	46,5	69,9
Zentralbanken u. Staatssektor	19,9	37,9
Andere Investoren	26,6	32,1

Quelle: Bundestagsdrucksache 19/17604, S. 5

Zusammengefasst – etwas mehr als die Hälfte der „bondholders“ sind staatliche Institutionen (EZB,

Bundesbank, andere Zentralbanken), der Rest institutionelle Investoren, ein Sammelbegriff für diverse Fonds einschließlich Hedge Fonds. Quelle: Bundestagsdrucksache 19/17604, S. 5

Die durchschnittliche Verzinsung deutscher Staatsanleihen lag 2019 bei 1,4%, bei neuen Emissionen werden Negativzinsen von etwa -0,5% erzielt. Deutschland ist das Land mit den niedrigsten Negativzinsen. Warum reißen sich so viele Investoren um die am schlechtesten verzinsten Staatsanleihen der Welt? Die Antwort für die EZB bzw. Deutsche Bundesbank ist bekannt: es ist die unkonventionelle Geldpolitik („Quantitative Easing“), die nicht nur die kurzfristige Leitzinsen, sondern auch die langfristigen niedrig halten will, um drohende Deflationsgefahren, sprich Inflation unter der 2-Prozent-Zielmarke, selbst in Jahren eines relativ kräftigen Aufschwungs, abzuwehren und damit auch das mauere Wachstum anzukurbeln, abgesehen von dem jetzigen schweren Einbruch der Wirtschaftstätigkeit. Für die Finanzinvestoren gibt es mehrere Gründe:

- der Euro in Gestalt von deutschen Staatsanleihen gilt als sicherste Währung der Welt, als „sicherer Hafen“, zumal bei Zerfall des Eurosystems durch Exit schwächerer Mitgliedsländer eine Aufwertung der dann in Deutschland geltenden Währung zu erwarten ist, da Deutschland wegen der chronischen Leistungsbilanzüberschüsse als unterbewertet gilt. Die Sicherheit ist attraktiv, nicht die Verzinsung. Deutschland ist mit Abstand das größte der 11 mit „triple A“ bewerteten Staatsanleihen-Länder auf dem Globus, neben Niederlande und Luxemburg das einzige unter den Ländern der Eurozone.

- Viele institutionelle Investoren investieren in ein breites, diversifiziertes Portfolio von Anlageklassen, häufig auch mit hohem Risiko. Als Ausgleich werden sichere Anlagen gebraucht, insbesondere solche mit hoher Liquidität. Also Wertpapiere, die man jederzeit verkaufen kann ohne relevante Abschläge oder Zeitverlust.

- Manche Anleger spekulieren auch mit langlaufenden Anleihen, weil sie kurzfristige Kurssteigerungen erwarten.

- Versicherungen und Pensionsfonds sind aufgrund von aufsichtsrechtlichen Vorgaben gezwungen, zu einem Teil sichere Staatsanleihen zu halten.

- Viele Schwellenländer diversifizieren ihre Devisenreserven in verschiedene Hartwährungen. Etwa 20% der weltweiten Devisenreserven gehen in Euro-Anlagen (57% in den US-Dollar), [das sind rund 2.000 Mrd. Euro](#). Allerdings haben diverse Schwellenländer, vor allem China, ihre Devisenreserven reduziert bzw. anders verwendet, was die enorme Absenkung dieses Anteils seit 2013 erklärt, als der Anteil von Drittländern an der Struktur der Besitzer deutscher Staatsanleihen noch bei 70% lag. Man kann wohl sagen, dass die EZB-Politik des Anleihenankaufs seit 2015 die Drittlands-Investoren verdrängt hat, allen voran die Zentralbanken der Schwellenländer sowie privaten Streubesitz.

Europäische Geschäftsbanken halten nahezu keine deutschen Staatsanleihen. Das hat einen einfachen Grund: der Einlagenzins der EZB ist mit -0,5% gleich ungünstig wie der Zins auf neu emittierte deutsche Anlagen.

Wie kann die EZB bzw. die Bundesbank fast 28% der Anleihen halten, wo doch das Verbot „monetärer Staatsfinanzierung“ gilt? Die Emission deutscher Staatsanleihen erfolgt in fast allen Fällen durch die

Finanzagentur der Bundesregierung, die die Anleihen an 36 lizenzierte Großbanken per Auktion verkauft. Dabei handelt es sich keineswegs um „Minuszins-Anleihen“, sondern um einen Coupon, zuletzt von null. Wenn die Nachfrage der Banken stark ist, zahlen sie mehr als 100, sagen wir 105 Euro, aber sie bekommen am Ende der Laufzeit nur den Nennwert von 100 zurück. Das entspricht einem jährlichen nominalen Verlust von 0,5%, wenn die Laufzeit 10 Jahre beträgt. Die Banken verkaufen die Anleihen an die oben aufgeführten Finanzinvestoren, und auch – nach einer bestimmten vorher nicht angekündigten Sperrfrist – an die EZB bzw. die Deutsche Bundesbank. Die EZB darf nicht mehr als 33% der Staatsanleihen eines Landes halten. Das Verbot „monetärer Staatsfinanzierung“ bezieht sich auf den Primärmarkt, also den Erstkauf der Anleihen bei Emission. Die EZB kauft dagegen auf dem Sekundärmarkt die Anleihen an. Genauso geht es übrigens in fast allen OECD-Ländern außerhalb der Eurozone bei Anleihekäufen.

Woher haben die 36 Lizenzbanken das Geld für den Kauf der frisch emittierten Anleihen? Sie brauchen dafür „Zentralbankgeld“, das sind – abgesehen von Bargeld der Nichtbanken - Einlagen bei der Zentralbank. Solche Einlagen sind eine Art (zur Zeit negativ) verzinsliches „Girokonto“ bei der EZB, also in der sogenannten „Einlagenfazilität“ der Zentralbank gehalten. Haben sie dort nicht genug geparkt, können sie sich bei der EZB refinanzieren, wenn sie Sicherheiten vorlegen können. Anders gesagt: monetäre Finanzierung der Banken ist nicht nur erlaubt, es ist die normale Art der Schöpfung von Zentralbankgeld. Selbstverständlich können Bank Staatsanleihen oder andere Wertpapiere damit kaufen, so dass Staatsanleihen indirekt immer etwas mit Geldschöpfung zu tun haben. Wenn die EZB den 36 Banken Staatsanleihen abkauft, können die Banken ihre bei der EZB geliehenen Kredite mit dem Verkaufserlös zurückzahlen. Die konventionelle Geldpolitik beruht ja darauf, dass die Geschäftsbanken sich nur kurzfristig bei der EZB refinanzieren können, wenn sie mehr Zentralbankgeld benötigen, wobei der kurzfristige Zins von der EZB bestimmt werden kann. Beim Anleihenkauf kann die EZB jedoch den langfristigen Zins bestimmen, der für private Kreditnehmer in der Realwirtschaft, z.B. Käufer von Immobilien, und für die Finanzierung des Staates ja viel wichtiger ist. Voraussetzung ist allerdings, dass die Finanzinvestoren bereit sind, die Anleihen zu dem gesetzten Zins zu kaufen.

Die Tatsache, dass es zu Negativanleihen oder Nullzins-Anleihen kommt, zeigt, dass es eine große Nachfrage nach sicheren Wertpapieren gibt. Das Sicherheitsinteresse ist so groß, weil alle anderen Anlageklassen national und erst recht international – mit Währungsrisiko – unsicher sind. Anders gesagt: sichere Anlagen sind knapp, d.h. sie erzielen einen hohen Marktpreis (105 im Beispiel); gäbe es mehr als sicher eingeschätzte Anlagen in Deutschland (oder in anderen Euroländern), also höhere Neuverschuldung, würde die Knappheit sinken und der Zins steigen. Es könnte also sein, dass mit der Corona-bedingten Kreditnachfrage der Euroländer die Zinsen auf Staatsanleihen sich wieder normalisieren. Leider könnte es aber auch sein, dass höhere Risikozuschläge auf Anleihen anderer Euroländer mit hohen Staatsschulden verlangt werden, und die Nachfrage nach sicheren Anleihen in Deutschland stärker als das Angebot steigt, so dass die Zinsen hierzulande noch weiter sinken – natürlich günstig für den deutschen Finanzminister. Aber niedriger als -0,5% ginge nur, wenn die EZB den Einlagenzins noch weiter absenkt.

Wie erwähnt, der Kauf von Staatsanleihen durch die 36 zertifizierten Banken erfordert Zentralbankengeld. Das Geld, das von Nichtbanken – Bargeld und Giral- oder Buchgeld - benutzt wird, ist in der breiten Geldmenge M3 oder der engeren Geldmenge M1 enthalten. Die EZB könnte diese direkt nur

über die Erhöhung des Bargeldbestandes beeinflussen. Der macht nicht einmal 10% von M3 aus. Giralgeld, das wir für die meisten Zahlungen benutzen, kann nur durch die Geschäftsbanken geschaffen werden, es reicht ein Klick auf die Tastatur des Rechners. Sie sind es, die Geld „drucken“ können, wenn die Nachfrage nach Krediten besteht. Die breit definierte Geldmenge M3, deren Wachstum langfristig mit der Inflationsrate - mehr oder minder – korreliert, wächst in etwa so schnell oder so langsam wie das nominale Bruttoinlandsprodukt, trotz schneller wachsender Zentralbankgeldmenge seit der Finanzkrise. Wer von inflationärem Gelddrucken infolge von Anleihekäufen oder steigenden Staatsschulden redet, verwechselt das Deutsche Reich 1919, als die große Inflation bis 2023 ausbrach, mit der Lage im Jahr 2020.

Das PEPP-Programm der EZB – kurz gesagt ein Anti-Pandemie-Programm – sieht noch stärkere Käufe von Staatsanleihen in der Eurozone vor als bisher, abgesehen vom Ankauf privater Wertpapiere. Das ist die Unterstützung der EZB bei der Finanzierung der riesigen Haushaltsdefizite in allen 19 Euro-Mitgliedsländern (ähnlich der Fed in den USA). Ohne diese Begleitung könnte es zu Zinssteigerungen kommen, die prozyklisch wirken, also die Wirtschaftskrise verschärfen oder gar eine Depression auslösen. Es ist keine monetäre Staatsfinanzierung, aber eine wichtige Voraussetzung dafür, dass die Staaten die Schuldenlast tragen können und nicht im Vorhinein bei den Gesundheitsausgaben oder dem Wiederaufbau sparen.

Müssen die Schulden zurückgezahlt werden, wenn ja, wie?

Anders als Kredite von privaten Haushalten oder Unternehmen werden Kredite des Staates bei Fälligkeit getilgt, indem sie durch neue ersetzt werden (Roll-over). Die Nettoneuverschuldung wäre bei Fälligkeit null. Wenn das ewig so weiter ginge, wären es ewige Anleihen, allerdings mit wechselnden Gläubigern. In der Geschichte der Staatsverschuldung von OECD-Ländern gab es nur sehr wenige Jahre, in denen die Nettokreditaufnahme negativ war, also alte Kredite final getilgt wurden. Das ist auch nicht nötig, weil es immer auf die Last aus Staatsschulden, nämlich Zinszahlungen, im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung ankommt. Die Schuldenquote eines Landes kann ja gleichbleiben oder sinken, obwohl die Schulden in absoluten Zahlen steigen. Rückzahlung von Staatsschulden – wie bei privaten Schuldner – erfordert Haushaltsüberschüsse, also den Steuerzahlern mehr abzuwickeln als ihnen an staatlichen Leistungen zurückzugeben. Die Tilgungszahlungen würden im Fall Deutschlands überwiegend in den Kassen des Auslands oder bei der EZB verschwinden. Das wirkt restriktiv auf Wachstum und Beschäftigung. Wer sich gänzlich „schuldenfrei“ machen will, fordert implizit Kreditverbot für Staaten, was zu Arbeitslosigkeit und weniger Gewinn für Unternehmen und mit hoher Wahrscheinlichkeit zu Deflation und Banken Krisen führt. Das heißt im Umkehrschluss nicht, dass Staaten bedenkenlos ihre Schuldenquote steigern sollten. Aber es gibt keine optimale Staatsverschuldung oder auch keine kritische Grenze, jenseits derer riesige Probleme entstehen. Die Zinslastquote, Zinsen auf Staatsschulden in % des BIP, sollte nicht fortwährend steigen. Jetzt liegt sie bei 0,85% des BIP, Tendenz sinkend. So niedrig war sie noch nie.

Die Bundesregierung hat nun für ihre Neuverschuldung im Bundeshaushalt von 100 Mrd. Euro einen „Tilgungsplan“ beschlossen, weil dies in der Schuldengrenze des Grundgesetzes so vorgesehen ist. In 20 Jahren soll alles zurückgezahlt sein, also 5 Mrd. pro anno – wenn die Schulden nicht viel höher ausfallen sollten, was wahrscheinlich ist. Mit Zinsen von vielleicht 1% erscheint das wie ein kleiner Be-

trag. Beträgt die gesamte Kreditaufnahme jedoch eventuell 300 Mrd., läge der Schuldendienst bei ca. 16,5 Mrd. p.a. – mehr als jene 0,35% strukturelle Nettokreditaufnahme, die die Schuldenbremse zulässt. Das heißt im Klartext, Kreditverbot für den Staat – abgesehen von temporären konjunkturellen Defiziten – für die nächsten 20 Jahre. Auch die Bundesländer, die ja ab diesem Jahr ihre Haushalte strukturell ausgleichen müssen, nehmen Kredite auf, die zu tilgen sind, wenn es die Landesversion der Schuldenbremse der Länder so vorsieht. Müssten alle Bundesländer – so wie Berlin – in diesem Jahr etwa Haushaltsdefizite von 3% ihres Landes-BIP per Kredit finanzieren, müssten sie in der Tilgungsperiode, nehmen wir an 20 Jahre, Überschüsse erwirtschaften. Steuern erhöhen können sie fast nicht, weil sie kaum Steuerhoheit haben. Also werden sie gezwungen sein, Ausgaben, vor allem Investitionen, zu kürzen. Dabei ist die Schuldentilgung vollkommen überflüssig. Es gibt genug Gläubiger des Staates, die risikofreie Geldanlagen suchen, Tendenz steigend. Gibt der Staat den Gläubigern ihr Geld per endgültiger Tilgung zurück, werden sie womöglich weiterhin Staatsanleihen nachfragen, was die Negativzinsen noch negativer macht. Ein Grund mehr, die Konstruktion der Schuldenbremse gründlich neu durchzudenken. Sie ist ein Instrument zur Verteuerung von Kreditaufnahme und Beschränkung der Ausgaben der Länder.

Es wäre besser, wenn die Tilgung der Staatsanleihen durch revolvingierende Kredite erfolgt. Ob die Schuldenquote steigt, hängt von den Zinsen und vom Wirtschaftswachstum ab. Selbst wenn sie über 60% steigt, wäre es nicht schlimm. [Niemand kann die Zahl 60 vernünftig begründen](#). Gewiss, bei Vollbeschäftigung und wenn alle Zukunftsinvestitionen getätigt sind, kann man auch Haushaltsüberschüsse auch zum Tilgen von Schulden verwenden.

Man kann tatsächlich sagen, dass sehr viel anlagesuchendes Geldkapital über den Globus wandert, suchend nach sicheren Anlagen mit niedrigen Zinsen, sogar ohne Zinsen oder mit Minuszinsen. Die Finanzierungsbedingungen für öffentliche Kredite sind so günstig wie nie zuvor. Zudem haben Staat und Sozialversicherungen Steuern und Abgaben gehortet wie einst im legendären Juliusturm in Berlin-Spandau in den 1950er Jahren. Allerdings hatten wir damals enormes Wachstum, jetzt hatten und haben wir enormen Investitionsbedarf, der vernachlässigt wurde. Jetzt wissen wir: die Budgetbeschränkungen waren viel geringer als immer wieder behauptet wurde, wir haben unter unseren Verhältnissen gelebt.

Alles spricht dafür, die Corona-Kosten durch Anleihen, nicht durch Steuern oder Ausgabenkürzungen zu decken. Der Kampf für ausreichende und gerechte Steuern ist wichtig, aber jetzt muss man die Ängste vor Staatsschulden überwinden und nicht auf Verteilungskämpfe zur Krisenfinanzierung setzen. Das gilt auch für ein Konjunktur- und Transformationsprogramm ab 2021.

Literaturhinweise

[1] Dem stehen gehortete Überschüsse der vergangenen Jahre gegenüber: Bund ca. 50 Mrd.; Arbeitslosenversicherung: Schätzung des Instituts für Weltwirtschaft, Pressemitteilung vom 07.10.2019; Rentenversicherung: dpa Pressemitteilung vom 14.01.2020; Gesetzliche Krankenversicherungen:

Bundesministerium für Gesundheit, Pressemitteilung vom 06.03.2020. Bundesregierung: etwa 50 Mrd

Über den Autor



Jan Priewe ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Technik und Wirtschaft Berlin (HTW Berlin) von 1993 bis 2014. Seitdem im Ruhestand, Mitglied des Forschungs-clusters „Money, Trade, Finance and Development“ an der HTW; Senior Research Fellow am Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) in der Hans-Böckler-Stiftung.

Veröffentlicht am: 08.05.2020

Erschienen unter:

<https://makroskop.eu/2020/05/wer-leiht-dem-staat-das-geld-oder-wer-zahlt-die-kosten-von-covid-19/>