

# Working Papers on Global Financial Markets

No. 38

## Monetäre Staatsfinanzierung und europäische Geld(un)ordnung

Christian Fahrholz

GLOBAL FINANCIAL  
MARKETS

University Jena  
Carl-Zeiss-Str. 3  
D-07743 Jena

University Halle  
Universitätsplatz 5  
D-06099 Halle

Tel.: +49 3641 942261  
+49 345 5523180

E-Mail: [info@gfinm.de](mailto:info@gfinm.de)  
[www.gfinm.de](http://www.gfinm.de)

Oktober 2012



## Monetäre Staatsfinanzierung und europäische Geld(un)ordnung

Mit dem anstehenden Staatsanleihen-Kaufprogramm ‚Outright Monetary Transactions‘ (OMT) der Europäischen Zentralbank (EZB) in Verbindung mit dem kürzlich eingesetzten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) hat das Thema ‚monetäre Staatsfinanzierung‘ viel Aufmerksamkeit erfahren (z.B. Vaubel 2012). Im Folgenden wird aus geldtheoretischer Sicht unter besonderer Berücksichtigung rechtswissenschaftlicher Überlegungen (s. Ohler 2008 mit einem ähnlichen Ansatz) diskutiert, inwieweit die beiden jüngsten europäischen Krisenmechanismen im Verbund miteinander eine monetäre Staatsfinanzierung begünstigen. Im Mittelpunkt der Betrachtung stehen dabei elementare Anforderungen an eine nachhaltige Geldordnung. Dabei wird Geld als wirtschaftliche Institution betrachtet und die Funktionen ‚Kreditgeber der letzten Hand‘ und ‚Garant der letzten Instanz‘ voneinander unterschieden. Diese wesentlichen Aspekte einer nachhaltigen Geldordnung werden in den aktuellen Debatten häufig durcheinander gebracht (z.B. De Grauwe 2012). Es wird aufgezeigt, dass insbesondere Interventionen via OMT aus geldtheoretischer Sicht eine bedenkliche Form monetärer Staatsfinanzierung darstellen. Diese legen nicht nur den Grundstein für eine zukünftige Nachfrageinflation, sondern läuten wohl auch das Ende der bisherigen europäischen Geld(un)ordnung ein.

### Geld als wirtschaftliche Institution

Im ökonomischen Kontext wird Geld anhand seiner verschiedenen Funktionen bestimmt. Zu diesen gehört u.a. die Eigenschaft des Geldes als Zahlungsmittel zu Transaktionszwecken. Letztere beziehen sich auf einen realen Tausch von Sachleistungen in Form von Gütern und Dienstleistungen, bei denen Geld sozusagen als Schmiermittel fungiert. Geld wird im weitesten Sinne für gegenwärtige Transaktionszwecke verwendet und für zukünftige Transaktionszwecke gehalten. Aus rechtlicher Sicht besteht der Zweck einer Geldordnung, die die Geldfunktionen wahrt, zudem in einer möglichst weitreichenden Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung. Auf diese Weise wird es den Marktteilnehmern möglich,

einen vergleichsweise langfristigen Zeithorizont bei der Planung ihrer Konsum- und Sparentscheidungen zugrunde zu legen. Dies ist eine Voraussetzung für die Realisierung eines relativ höheren Nutzens. Dementsprechend kommt der Absicherung der genannten Garantie im Rahmen einer Geldordnung eine besondere Bedeutung zu.

Marktteilnehmer verwenden und halten Geld zu gegenwärtigen und zukünftigen Transaktionszwecken, um ihre Konsumpläne realisieren zu können. Sobald eine entsprechende Transaktion initiiert wird, gehen die Marktteilnehmer untereinander Schuldverhältnisse ein. Ein Schuldverhältnis besteht darin, dass ein Vertragspartner einer Verbindlichkeit unterliegt, d.h. der Pflicht zur Herausgabe einer Sachleistung. Der Kontrahent hat mit Eingehen dieses Schuldverhältnisses eine entsprechende Forderung erworben, d.h. das Recht auf Herausgabe (und Pflicht zur Annahme) der Sachleistung. Zur Begleichung von Schulden kann Geld als Zahlungsmittel herangezogen werden. Dies ist in einer arbeitsteilig organisierten Gesellschaft auch der gewöhnliche Fall, in der Geldschulden den ansonsten unmittelbar fälligen Tausch von Sachleistungen zwischen Marktteilnehmern ersetzen. In diesem Sinne handelt es sich bei Geldschulden um ‚Wertverschaffungsschulden‘, bei denen ein Nennbetrag den wertmäßig äquivalenten Austausch realer Güter und Dienstleistungen ersetzt. Das Geld ist insoweit eine Art verbriefter Forderung im Sinne von Eigentums- bzw. Verfügungsrechten über gegenwärtige und/oder zukünftige Sachleistungen. Geld in einer nachhaltigen Geldordnung ist folglich eine wirtschaftliche Institution, die es den Marktteilnehmern erheblich erleichtert, ihren gegenwärtigen und zukünftigen Konsum zu planen und zu realisieren.

Aufgrund der intertemporalen Natur von Forderungen und Verbindlichkeiten ist jedoch grundsätzlich unsicher, ob dem heutigen Nennbetrag einer Geldschuld ein wert- und mengenmäßiges Äquivalent in der Zukunft gegenübersteht. Wegen dieser Unsicherheit kommt einer möglichen Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung ein konstituierender Charakter für Geld als wirtschaftliche Institution zu. Damit Marktteilnehmer einen Anreiz haben fortwährend Schuldverhältnisse einzugehen und dementsprechend das umlaufende Geld zu verwenden, ist die ‚natürliche‘ Unsicherheit solcher Vertragsbeziehungen durch eine glaubwürdige Absiche-

rung schuldrechtlicher Vertragsbeziehungen zu minimieren. Dasselbe wird bei relativ langer Fristigkeit von Forderungen und Verbindlichkeiten gar zur Grundvoraussetzung für die Bereitschaft, entsprechende Schuldverhältnisse einzugehen bzw. Geld zu halten. Unter Vernachlässigung von Risiko bzw. Zins steht hinter der abstrakten Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung bei einer dauerhaft tragfähigen Geldordnung das Versprechen, dass die Marktteilnehmer heutige Geldschulden auch in der Zukunft immer in ein wert- und mengenmäßiges reales Äquivalent umwandeln können.

In früheren Zeiten erfolge die Absicherung der Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung insbesondere durch eine gesetzlich geregelte Konvertibilität der Währung in eine beliebige Sachleistung (z.B. Gold oder Boden). Heutzutage wird dasselbe Versprechen unter der Bedingung einer Fiat-Währung gegeben, bei der seitens der notenausgebenden Einrichtung keine unmittelbare Einlöseverpflichtung besteht. Der Vorzug einer auf einer Fiat-Währung beruhenden Geldordnung ist, dass die Geldbasis im Gleichschritt mit der wirtschaftlichen Aktivität wachsen kann. Auf diese Weise werden deflatorische Tendenzen gedeckter Währungen vermieden. Unter der Bedingung einer Fiat-Währung kann eine Geldordnung ohne weiteres funktionieren. Bei einem gedeckten Geld dient die Konvertibilität in Sachleistungen als letztmögliche Form der realen Einlösung eines Zahlungsverprechens. Bei einer Fiat-Währung wird die entsprechende Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung auf abstraktere Art und Weise organisiert. Hier ist es eine hoheitliche Einrichtung, die im Rahmen ihrer Finanz- und Wirtschaftspolitik und letztlich insbesondere via der Möglichkeit der Besteuerung realer Einkommen sicherstellen kann, dass innerhalb der Volkswirtschaft Schulden nicht einfach nur durch Geld, sondern durch reale Erträge im Sinne eines Tauschs von Sachleistungen beglichen werden können. Im Wissen, dass letztlich immer irgendjemand durch seine Arbeitsleistung und die entsprechende reale Produktion zur Vertragserfüllung im realwirtschaftlichen Sinne herangezogen werden kann, verwenden und halten Marktteilnehmer das umlaufende Geld für gegenwärtige und insbesondere zukünftige Transaktionszwecke. Dass eine hoheitliche Einrichtung die Geldverwendung und -haltung gesetzlich vorschreibt, hilft ein bestimmtes Zahlungsmittel als Geld zu

etablieren. Allerdings erklärt dies noch nicht hinreichend die fortwährende Geldverwendung und -haltung, d.h. die Stabilisierung des Verhaltens der Marktteilnehmer.

#### Geldbasis und Schuldverhältnisse

Damit die Geldhaltung und -verwendung permanent stabilisiert werden können, muss die Geldbasis weitgehend stabil gehalten werden. Die Expansion der Geldbasis im Zuge privater und öffentlicher Verschuldung sollte beispielsweise mit dem Wachstum der realen Produktion Schritt halten. Eine monetäre Staatsfinanzierung stellt in dieser Hinsicht jedoch zumeist eine eher übermäßige Ausweitung der Geldbasis dar. Marktteilnehmer könnten jenseits bestehender Schulden und Vermögen im zunehmenden Maße bezweifeln, dass allen bisherigen und zukünftigen Zahlungsverpflichtungen und Forderungen im Rahmen von Schuldverhältnissen im Umfang realer und wertmäßiger Äquivalenz nachgekommen werden kann. Geld als wirtschaftliche Institution droht in so einem Falle seine Funktion als Zahlungsmittel zur Begleichung von Schulden zu verlieren. Wird die Geldbasis einer Ökonomie im Zuge eines von der Zentralbank durchgeführten Kaufprogramms für Staatsanleihen ausgeweitet, dann beeinflusst dies auch die Preise für den gegenwärtigen und/oder zukünftigen Konsum. Wenn in diesem Zusammenhang z.B. die Vermögenspreise – insofern sie auf die relativ höheren Preise eines zukünftigen Konsums hindeuten – schneller als die gegenwärtigen Konsumgüterpreise steigen, dann kann es zu einer Relativpreisänderung zwischen gegenwärtigen und zukünftigen Konsum realer Güter und Dienstleistungen kommen. Die Marktteilnehmer passen unter Umständen ihr Verhalten bzw. ihre Zeitpräferenzen diesen Änderungen an (s. insbesondere Alchian und Klein 1973 zu den Wechselwirkungen relativer Vermögens- und Preisänderungen). Je teurer der künftige Konsum z.B. in Zeiten abnehmender ökonomischer Aktivität erscheint, desto größer kann die Neigung sein, diesen durch heutigen Konsum in der Gegenwart zu substituieren. Eine entsprechende Verschiebung intertemporaler Konsumentscheidungen im Zuge einer monetären Staatsfinanzierung kann die Preisstabilität des Geldes in der langen Frist gefährden.

### Verbot monetärer Staatsfinanzierung

Ansätze einer dauerhaften monetären Staatsfinanzierung können nicht nur zu einer anhaltenden Expansion der Geldbasis führen, sondern auch in einen sich selbst verstärkenden Prozess steigender Zeitpräferenzen münden. In einer geschlossenen Ökonomie sinken aus Sicht der Marktteilnehmer die Opportunitätskosten des gegenwärtigen Konsums bei anhaltender wirtschaftlicher Stagnation und Ausdehnung der Geldbasis, so dass die Sparneigung sukzessive zurückgeht. Im Umkehrschluss werden die Marktteilnehmer immer mehr geneigt sein, ihre Konsumententscheidungen zeitlich immer weiter vorzuziehen. Die Garantie bzw. das Versprechen einer langfristigen schuldrechtlichen Vertragssicherheit und -erfüllung ist dann im Hinblick auf eine zukünftige, reale und wertmäßige Äquivalenz gegenwärtiger Geldschulden nicht mehr glaubwürdig. Schließlich verliert Geld seinen Charakter als wirtschaftliche Institution. Die Folge – und nicht die Ursache der Auflösungserscheinungen einer Währung – ist die Erosion der Preisstabilität des Geldes.

Damit eine autonome Veränderung der Geldbasis nicht in eine davoneilende Nachfrageinflation mündet, ist die Unabhängigkeit der Zentralbank eingerichtet worden. Die Unabhängigkeit der Zentralbank von der Weisungsbefugnis einer Regierung dient als Schutz vor der monetären Staatsfinanzierung. Letztere kann eine prekäre Wirkung auf die Geldverwendung und -haltung, die schuldrechtliche Vertragssicherheit und -erfüllung und schließlich die Preisstabilität des Geldes haben. Das Verbot monetärer Staatsfinanzierungen existiert, um genau diesen Wirkungskanal für eine Inflation auszuschalten.

### Kreditgeber der letzten Hand

Trotz eines Verbots der monetären Staatsfinanzierung kann eine gewisse Flexibilität bei der Steuerung der Geldbasis helfen, die Geldverwendung und -haltung zu stabilisieren. Diese Flexibilität beschränkt sich jedoch auf außerordentliche und gezielte Einzelmaßnahmen zur Erhaltung einer wirksamen und nachhaltigen Geldordnung. Seit dem 19. Jahrhundert ist die entsprechende Funktion als ‚Kreditgeber der letzten Hand‘ bekannt (Bagehot 1874). Diese Einrichtung bezieht sich auf das Verhältnis einer Zentralbank zu den Geschäftsbanken in einem Mindestreservesystem und

dient der Erfüllung von Liquiditätsbedürfnissen. Eine mit dieser Funktion einhergehende Ausdehnung der Geldbasis sollte gemäß der Bagehot-Regel immer mit hohen Strafzinsen versehen werden und auf einzelwirtschaftlicher Ebene erfolgen. Derartige Interventionen sind nur insofern gesamtwirtschaftlich ausgerichtet, als sie die Wahrscheinlichkeit eines z.B. panikbedingten Zusammenbruchs der Geldordnung in Folge eines exogenen Schocks minimieren. Die Existenz eines ‚Kreditgebers der letzten Hand‘ sorgt dafür, dass Marktteilnehmer einen vergleichsweise geringeren Anreiz haben, fällige nominelle Forderungen sofort geltend zu machen. Auf diese Weise trägt er insbesondere dazu bei, dass die Funktion des Geldes zum Begleichen von Schulden erhalten bleibt. Dies begünstigt an sich das Eingehen von Schuldverhältnissen unter Verwendung des umlaufenden Geldes. Hinsichtlich der Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung setzt der ‚Kreditgeber der letzten Hand‘ vornehmlich am kurzen Ende der Absicherung schuldrechtlicher Vertragsbeziehungen an.

#### Garant der letzten Instanz

Der ‚Garant der letzten Instanz‘ ist ein institutioneller Aspekt einer Geldordnung, der insbesondere den Anreiz stärkt, Geld für zukünftige Transaktionen zu halten und längerfristige schuldrechtliche Vertragsbeziehungen einzugehen. Aus Sicht nutzenmaximierender Marktteilnehmer besteht grundsätzlich das Risiko, dass einem Konsumverzicht in der Gegenwart weniger reale Konsummöglichkeiten in der Zukunft gegenüberstehen. Das Eingehen längerfristiger Schuldverhältnisse hängt von der Glaubwürdigkeit des Versprechens ab, dass dem heutigen Nennbetrag einer Geldschuld ein wert- und mengenmäßiges Äquivalent in der Zukunft gegenübersteht. Zu den hoheitlichen Grundlagen einer auf Fiat-Währung beruhenden Geldordnung gehören daher insbesondere die rechtlichen Voraussetzungen und Möglichkeiten, über die zukünftige reale Produktion verfügen zu können. Nur einer hoheitlichen Einrichtung ist es letztmöglich, etwaigen Forderungen an die zukünftige Produktion Geltung verschaffen zu können. Die Rolle des ‚Garanten der letzten Instanz‘ kann daher naheliegender Weise nur ein hoheitlicher Träger wahrnehmen. Zu den Eigenschaften eines solchen Trägers gehört einerseits die Fähigkeit, im

Rahmen wirtschaftspolitischer Steuerung auf die zukünftige reale Produktion einwirken zu können. Andererseits muss dieser Träger im Rahmen seiner finanzpolitischen Möglichkeiten z.B. via Besteuerung auf die reale Produktion zugreifen zu können (vgl. Codogn 1998). Wenn der Träger des ‚Garanten der letzten Instanz‘ diese Eigenschaften aufweist, dann kann diese Funktion gewährleistet werden und auf diese Weise die real und wertmäßig äquivalente, zukünftige Erfüllung schuldrechtlicher Vertragsbeziehungen glaubwürdig in Aussicht zu stellen. Auch wenn der ‚Garant der letzten Instanz‘ eine Funktion ist, die über den engeren Bereich der Geldpolitik hinausreicht und damit jenseits der Rolle einer Zentralbank liegt, ist sie jedoch essentiell für eine nachhaltige Geldordnung. Die Verfügbarkeit über und der mögliche Zugriff auf die zukünftige Produktion sind die Voraussetzung dafür, dass Marktteilnehmer insbesondere einen Anreiz zur Benutzung des Geldes für künftige Transaktionen bzw. langfristige Schuldverhältnisse haben. Im Hinblick auf die Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung hat die Funktion des ‚Garanten der letzten Instanz‘ ihren Schwerpunkt am langen Ende der Garantie schuldrechtlicher Vertragsbeziehungen. Ihre Existenz stärkt nicht nur den Anreiz zur Geldhaltung, sondern trägt auf diese Weise auch zu einer relativ höheren Sparneigung bei.

#### Die Doppelsäule einer nachhaltigen Geldordnung

Eine funktionsfähige, nachhaltige Geldordnung schafft die Bedingungen dafür, dass alle Marktteilnehmer bei ihren intertemporalen Konsumentscheidungen ein relativ höheres Nutzenniveau erreichen können. Wenn Geld von den Marktteilnehmern dauerhaft als Zahlungsmittel für etwaige Transaktionszwecke akzeptiert wird, dann ist es eine wirtschaftliche Institution zur Absicherung der Garantie schuldrechtlicher Vertragsbeziehungen. In ihren Grundfesten ruht eine entsprechend tragfähige Geldordnung auf einer Doppelsäule. Zum einen sorgt ein ‚Kreditgeber der letzten Hand‘ aus Sicht der Marktteilnehmer dafür, dass Geld seine Funktion zum Begleichen von (realen) Schulden nicht verliert. Durch die mögliche Bereitstellung zusätzlicher Liquidität wird das Risiko eines individuellen (Geld-)Forderungsausfalls minimiert. So gewährleistet die Geldordnung, dass schuldrechtliche Vertragsbeziehungen, die

auf das umlaufende Geld lauten, überhaupt immer wieder eingegangen werden. Zum anderen muss eine nachhaltige Geldordnung gewährleisten, dass Gläubiger ihre fälligen Forderungen auch in der Zukunft für ein real- und wertmäßiges Äquivalent des Nennbetrags heutiger Geldschulden geltend machen können. Die Hoheit des ‚Garanten der letzten Instanz‘ ist eine entsprechende Voraussetzung für die längerfristige Geldhaltung. Diese beiden Aspekte unter Berücksichtigung des Verbots monetärer Staatsfinanzierung sind Grundvoraussetzungen für die Nachhaltigkeit einer Geldordnung. Im Idealfall sichert eine solche Geldordnung schuldrechtliche Vertragsbeziehungen in einer Art und Weise ab, so dass Geldschulden in einer Fiat-Währung zwischen Marktteilnehmern jederzeit eine einbringliche Wertverschaffungsschuld darstellen. Vereinfacht gesagt, sollte ein Gläubiger immer darauf vertrauen können, morgen auch mindestens das wert- und mengenmäßige Äquivalent dessen zu erhalten, auf das er/sie heute zu Gunsten eines Schuldners verzichtet hat. Eine Expansion der Geldbasis im Zuge einer monetären Staatsfinanzierung zerrüttet jedoch insbesondere die Funktion des ‚Garanten der letzten Instanz‘, d.h. die Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung wird unwirksam. Die Marktteilnehmer würden dann nach und nach kurzfristigere Laufzeiten bei schuldrechtlichen Vertragsbeziehungen vorziehen wollen. Ein entsprechender Rückgang der individuellen Sparneigung schlägt sich in einer gesamtwirtschaftlich höheren Konsumneigung nieder. Die Preisstabilität des Geldes ist daher in erster Linie Ausdruck einer funktionsfähigen, nachhaltigen Geldordnung.

#### Die europäische Geld(un)ordnung

Die Geldordnung der Eurozone kennt die Funktionen eines ‚Kreditgebers der letzten Hand‘ und eines ‚Garanten der letzten Instanz‘ nur bedingt. Innerhalb der Eurozone hat es nie einen unmittelbaren ‚Garanten der letzten Instanz‘ gegeben, da die Trägerschaft dieser Funktion bei derzeit mindestens 17 Akteuren liegt. Der abstrakten Einlöseverpflichtung im Rahmen einer Fiat-Währung, bei der letztlich die Steuerzahler haftbar gemacht werden können, kann im Rahmen der europäischen Geldordnung demnach nur mittelbar nachgekommen werden. Der Euro ist daher eine Währung *sui generis*. Da aus Sicht der Marktteilnehmer die inhärente Unsicherheit

schuldrechtlicher Vertragsbeziehungen im Falle des Euro relativ hoch ist, kann insbesondere die längerfristige Geldhaltung in der Eurozone eine heikle Angelegenheit sein. Dieser Umstand kommt insbesondere dann zum Tragen, wenn aus Sicht der Marktteilnehmer offensichtlich wird, dass die Existenz eines ‚Garanten der letzten Instanz‘, der gesamtschuldnerisch seine Steuerzahler haften lassen könnte, nicht bzw. nicht mehr unterstellt werden kann. Der ‚Kreditgeber der letzten Instanz‘ spiegelt sich ansatzweise in den jeweiligen sog. nationalen „Emergency Liquidity Assistance“ Fazilitäten wider, wobei die damit einhergehende Ausweitung der Geldbasis auf die gesamte Eurozone wirken kann. Kennzeichen eines ‚Kreditgebers der letzten Hand‘ sind das diskretionäre, d.h. einzelfallgebundene, Handeln und der Strafzins bzw. die Konditionalität bei der Bereitstellung von Finanzierungen, so dass eine vorübergehende Ausweitung der Geldbasis nur den Charakter eines Ausnahmefalls hat. Der voraussichtliche Kauf von Staatsanleihen in unbegrenztem Umfang via OMT durch die EZB in Verbindung mit dem dauerhaften Krisenmechanismus ESM stellt jedoch eine regelgebundene Form der Expansion der Geldbasis dar. Anstelle eines Strafzinses wird die Konditionalität der Finanzierung angeführt. So hat die EZB angekündigt, dass sie sich aus ihrem Staatsanleihen-Kaufprogramm zurückzieht, wenn ein Mitgliedsland die im Rahmen des ESM eingegangenen Verpflichtungen nicht einhält. Eine derartige Drohung ist jedoch immer dann wenig glaubwürdig und wirksam, wenn ein vermeintlicher ‚Kreditgeber der letzten Hand‘ zugunsten von Akteuren interveniert, die keine einzelwirtschaftlichen Einrichtungen – wie z.B. Geschäftsbanken – unter den Bedingungen atomistischer Konkurrenz sind. Da Interventionen im Rahmen der OMT und des ESM zu Gunsten von Staaten erfolgen, wäre ein mögliches Verwirken oder der Entzug einer monetären Staatsfinanzierung ein Fanal am Staatsanleihenmarkt, das sehr wahrscheinlich zu schweren, unmittelbaren Verwerfungen in der Eurozone führen dürfte. Die Ankündigung eines möglichen Rückzugs der EZB aus dem Staatsanleihen-Kaufprogramm ist daher eine kaum glaubwürdige Drohung und die Konditionalität demzufolge unwirksam. Die Bedingungen, die an eine effektive Rolle eines ‚Kreditgebers der letzten Hand‘ zu stellen sind, werden offensichtlich nicht erfüllt.

Im Hinblick auf eine nachhaltige Geldordnung sind die beiden Funktionen ‚Garant der letzten Instanz‘ und ‚Kreditgeber der letzten Hand‘ voneinander zu trennen. Während die Zentralbank als ‚Kreditgeber der letzten Hand‘ vornehmlich zur Stabilisierung der unmittelbaren Geldverwendung beiträgt, ist es immer eine hoheitliche Einrichtung mit den Möglichkeiten einer effektiven Besteuerung zukünftiger, realer Einkommen, die als ‚Garant der letzten Instanz‘ die längerfristige Geldhaltung festigt. Wenn das Verbot der monetären Staatsfinanzierung nach Art. 123 AEUV umgangen wird, indem einer dauerhaften Expansion der Geldbasis Vorschub geleistet wird, dann wird das umlaufende Geld als wirtschaftliche Institution und Wertverschaffungsschuld in solch einer Geldordnung obsolet. Die OMT der EZB im Verbund mit dem ESM vermischen die beiden Funktionen einer nachhaltigen Geldordnung. Der Ausnahmefall wird zum Regelfall. Die regelgebundene, faktisch nicht-konditionale und permanente Expansion der Geldbasis untergräbt die Garantie schuldrechtlicher Vertragssicherheit und -erfüllung vollends. Durch die Pervertierung der Idee eines ‚Kreditgebers der letzten Hand‘ und der Vermischung seiner Rolle mit der Funktion eines ‚Garanten der letzten Instanz‘ gelten wesentliche Aspekte für eine langfristig funktionsfähige, nachhaltige Geldordnung in der Eurozone nicht mehr. Aus geldtheoretischer Sicht nimmt die EZB mit den OMT offensichtlich eine Funktion in einer Geldordnung wahr, die nicht zum Bereich der Geldpolitik gehören sollte.

Mit den OMT wird nicht nur der monetären Staatsfinanzierung Tür und Tor geöffnet, sondern mit dem ESM auch noch dauerhaft alimentiert. Zudem werden zusätzliche, außerordentliche finanzielle Risiken eingegangen. Letzteres gilt, weil die EZB mit dem Kauf von Staatsanleihen im Rahmen von OMT riskiert, künftig kaum private Marktteilnehmer zu finden, die diese je wieder zurückzukaufen bereit sind (Cochrane 2011 zu demselben Problem im Rahmen der US-amerikanischen Geldpolitik). Das sich aufbauende Inflationspotential gefährdet die Funktion des Geldes als wirtschaftliche Institution. Diese betrifft die Neigung der Marktteilnehmer, den Euro für gegenwärtige Transaktionszwecke zu verwenden und vor allem im Hinblick auf längerfristige Schuldverhältnisse zu halten. Die Folge einer dementspre-

chend sinkenden Sparneigung und steigenden Konsumneigung ist dann die sukzessive Entfaltung des Inflationspotentials. Der Spielraum für angebotsseitig bedingte inflationäre Impulse ist in der Eurozone gegenwärtig sehr gering. Aber die Folge einer monetären Staatsfinanzierung ist eine Nachfrageinflation, die die derzeitige Deflationsphase in der Eurozone einmal überlagern kann. In so einem Fall wird sich die europäische Geld(un)ordnung dann wohl über kurz oder lang überlebt haben.

### Literatur

- Alchian, Armen A. und Benjamin Klein. 1973. "On a Correct Measure of Inflation." *Journal of Money, Credit and Banking* 5:1, 173-191.
- Bagehot, Walter. 1874. *Lombard Street: Der Weltmarkt des Geldes in den Londoner Bankhäusern*. Leipzig: Hartung.
- Cochrane, John H. 2011. "Inflation and Debt." *National Affairs* 9(Fall 2011), 56-78.
- Congdon, Tim. 1998. "A Maoist Leap Forward? The Single Currency and European Political Integration." *The Selsdon Group Policy Paper*. URL: <http://selsdongroup.co.uk/congdon.pdf>.
- De Grauwe, Paul. 2012. "Stop this Campaign against ECB Policy." *Financial Times*, 22. Oktober 2012.
- Ohler, Christoph. 2008. „Die hoheitlichen Grundlagen des Geldes.“ *Juristenzeitung* 63:7, 317-324.
- Vaubel, Roland. 2012. „Weshalb die Anleihekäufe der EZB nicht geldpolitisch begründet sind.“ *Ökonomenstimme*, 2. Oktober 2012. URL: <http://www.oekonomenstimme.org/artikel/-2012/10/-weshalb-die-anleihekaeufe-der-ezb-nicht-geldpolitisch-begruendet-sind/>.

### **Danksagung**

Der Autor dankt Annelie Gallon, Christoph Ohler, Milena Stoyanova und Sebastian Voll für die Diskussion und Unterstützung.

### **Über den Autor**

Dr. Christian Fahrholz ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter im Graduiertenkolleg *Global Financial Markets* (Stiftung Geld und Währung) an der Friedrich-Schiller-Universität Jena; Bachstr. 18k, D-07743 Jena, christian.fahrholz@uni-jena.de.