

Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung in Art. 123 Abs. 1 AEUV – eine kritische Bestandsaufnahme

Von Christopher Mensching, Hamburg*

(Erschienen in: *Europarecht*, 49. Jg., Heft 3/2014, 333 – 345. Reproduktion mit freundlicher Genehmigung der Redaktion)

Zusammenfassung: Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung in Art. 123 Abs. 1 AEUV hat im Zuge der Verfassungsbeschwerden gegen die Ratifikation von ESM-Vertrag und Fiskalpakt und als Reaktion auf den OMT-Beschluss des EZB-Rats vom 06.09.2012 eine hohe Aktualität erlangt. Die Diskussion dreht sich dabei im Kern um die Frage, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen Programme zum Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB eine unzulässige Umgehung des Verbots darstellen. Keine Berücksichtigung findet dabei, dass sich Art. 123 Abs. 1 AEUV aufgrund der Spezifika der bestehenden Geldordnung im Ergebnis als Trugbild erweist. Die Norm vermag zwar eine Staatsfinanzierung durch die Notenbank zu verhindern, steht jedoch einer Staatsfinanzierung durch Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken machtlos gegenüber. Ohne eine Reform der Geldordnung vermag sie daher ihr eigentliches Ziel - nämlich zu verhindern, dass im Zuge der Finanzierung staatlicher Defizite neue Zahlungsmittel geschöpft werden - nicht zu erreichen.

I. Einleitung

Art. 123 Abs. 1 AEUV verbietet den Mitgliedstaaten der EU eine „monetäre Haushaltsfinanzierung“, d.h. eine Staatsfinanzierung durch die Noten- bzw. Zentralbank. Der nachfolgende Beitrag setzt sich zunächst mit Inhalt und Reichweite des Verbotes auseinander, um sodann unter Berücksichtigung von Rechtsprechung und Literatur auf die *ratio legis* des Art. 123 Abs. 1 AEUV einzugehen. Im Anschluss daran wird herausgearbeitet, dass die Norm aufgrund der Spezifika der bestehenden Geldordnung ihr eigentliches Ziel – nämlich zu verhindern, dass im Zuge der Finanzierung staatlicher Defizite neue Zahlungsmittel geschöpft werden – nicht erreichen kann. Grund hierfür ist die in großem Stile praktizierte „Staatsfinanzierung durch Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken“, die in der ohnehin nur spärlich vorhandenen juristischen Literatur zu Art. 123 Abs. 1 AEUV bisher gar nicht thematisiert wird. Die juristische und ökonomische Diskussion zu Art. 123 Abs. 1 AEUV beschäftigt sich derzeit im Wesentlichen nur mit der Frage, ob sog. Sekundärmarktkäufe von Staatsanleihen durch die EZB eine unzulässige Umgehung des

Verbots der Staatsfinanzierung durch die Notenbank darstellen. Die Problematik der „Staatsfinanzierung durch Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken“ stellt hingegen einen blinden Fleck dar, den der vorliegende Beitrag (einschließlich eines Reformvorschlages) in den Fokus des Interesses rücken möchte.

II. Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung

1. Inhalt und Reichweite des Verbots

Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung in Art. 123 Abs. 1 AEUV betrifft zum einen die Gewährung von Überziehungskrediten oder anderen Kreditfazilitäten durch die Europäische Zentralbank (nachfolgend: EZB) und die nationalen Zentralbanken (nachfolgend: NZB). Zum anderen ist es EZB und NZB auch untersagt, von den Organen und Einrichtungen des öffentlichen Sektors *unmittelbar* Schuldtitel zu erwerben. Es ist EZB und NZB somit aus Rechtsgründen nicht möglich, Staatsanleihen direkt von den Mitgliedstaaten zu erwerben (sog. Verbot von Primärmarktkäufen). Ein Staat, der Geld braucht und eine neue Anleihe platzieren möchte, kann folglich nicht auf die Hilfe von EZB und NZB hoffen, sondern muss sich stattdessen über die Kapitalmärkte finanzieren und sich dabei den Gesetzen des Marktes unterwerfen. Art. 123 Abs. 1 AEUV untersagt der EZB somit, Staaten in finanzieller Bedrängnis als ‚*lender of last resort*‘, d. h. als ultimative Liquiditätsquelle in Notlagen, beizustehen.¹

Nicht untersagt ist der EZB hingegen der Erwerb von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt, also dem Markt für bereits in Umlauf befindliche Wertpapiere (sog. Offenmarktgeschäfte).² Nach Art. 18 Abs. 1 des EZB-Satzungsprotokolls sind EZB und NZB der Kauf und Verkauf börsengängiger Wertpapiere (ohne Ausschluss von Staatsanleihen³) zur Erreichung der Ziele des ESZB und zur Erfüllung seiner Aufgaben explizit erlaubt.

* Dr. Christopher Mensching ist Partner der Brödermann Jahn Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Hamburg. Er dankt Prof. Dr. Joseph Huber für die kritische Durchsicht des Manuskripts und zahlreiche konstruktive Hinweise.

¹ Historisch gesehen ist die Rolle als ‚*lender of last resort*‘ des Staates *raison d'être* von Zentralbanken, C. Goodhart, *The Evolution of Central Banks*, Cambridge 1988. Diese Rolle wurde im geschichtlichen Verlauf reduziert auf die Rolle als ‚*lender of last resort*‘ der Banken.

² R. Bandilla, in: Grabitz/Hilf/Nettesheim, *Das Recht der Europäischen Union*, 51. EL 2013, Art. 123 Rn. 9.

³ C. Herrmann, *EZB-Programm für die Kapitalmärkte verstößt nicht gegen die Verträge – Erwiderung auf Martin Seidel*, *EuZW* 2010, S. 521, *EuZW* 2010, S. 645, 646.

Sekundärmarktkäufe sind in den letzten Jahren im Zuge der von der EZB anlässlich der Euro-Krise aufgelegten Programme zum Kauf von Staatsanleihen bestimmter Euro-Mitgliedstaaten stark in die Kritik geraten. Insbesondere im Zuge des sog. *Outright-Monetary-Transactions-Programms* der EZB (nachfolgend: OMT-Programm) hat sich eine kontroverse Diskussion darüber entspannt, ob Sekundärmarktkäufe der EZB im Zuge von gezielten Anleihekaufprogrammen als unzulässige Umgehung des Verbots der monetären Haushaltsfinanzierung zu werten sind.⁴ Hintergrund des OMT-Programms ist der Beschluss des EZB-Rats vom 06.09.2012, künftig durch der Höhe nach unbegrenzte Sekundärmarktkäufe auf den Finanzmärkten zu intervenieren, wenn die Anleihen bestimmter Eurostaaten zu Preisen gehandelt werden, die auf ein Marktversagen schließen lassen und damit die Refinanzierung dieser Staaten gefährden.⁵

Mit Anleihekaufprogrammen bezweckt die EZB, die Kurse bereits emittierter, am Sekundärmarkt gehandelter Staatsanleihen bestimmter Mitgliedstaaten in die Höhe zu treiben und dadurch die Umlaufrendite für Anleihen des oder der betroffenen Mitgliedstaaten zu senken. Hierdurch sinken auch die Zinsen, die ein betroffener Staat für neue Staatsanleihen zu zahlen hat. Wenn nämlich Staatsanleihen eines bestimmten Mitgliedstaates auf dem Sekundärmarkt für eine Umlaufrendite von beispielsweise 5,1% p.a. zu haben sind, kann dieser Staat, wenn er eine neue Anleihe begibt, damit rechnen, dass er diese zu einem nur knapp über der Umlaufrendite liegenden Zinssatz am Markt platzieren kann. Der betroffene Staat kann sich auf diese Weise zu günstigeren Konditionen finanzieren als ohne die Intervention der EZB.⁶

Als Reaktion auf den OMT-Beschluss des EZB-Rats vom 06.09.2012 hatten mehrere Beschwerdeführer ihre Verfassungsbeschwerden gegen die Ratifikation

⁴ Vorgänger des OMT-Programms war das Securities Markets Programme (SMP).

⁵ Der OMT-Beschluss sieht vor, dass Staatsanleihen ausgewählter Mitgliedstaaten nur aufgekauft werden können, wenn und solange diese Mitgliedstaaten zugleich an einem mit der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität oder dem Europäischen Stabilitätsmechanismus vereinbarten Reformprogramm teilnehmen. Bisher wurde das OMT-Programm noch von keinem Staat in Anspruch genommen. Es wird allerdings davon ausgegangen, dass allein sein Bestehen bereits eine beruhigende Wirkung auf die Finanzmärkte ausgeübt hat.

⁶ Auf die von der EZB am Sekundärmarkt erworbenen Staatsanleihen muss der betroffene Staat hingegen nach wie vor den mit der Ausgabe der Staatsanleihe festgelegten Zins zahlen, nur eben an die EZB und nicht an den vorherigen Eigentümer.

von ESM-Vertrag und Fiskalpakt⁷ ergänzt und gerügt, dass im Rahmen des OMT-Programms getätigte Anleihekäufe eine unzulässige Umgehung des Verbots der monetären Haushaltsfinanzierung darstellten.⁸ In der zweitägigen mündlichen Verhandlung im Juni 2013 hat das *Bundesverfassungsgericht* hierzu zahlreiche Sachverständige (u. a. Bundesbank-Präsident Jens Weidmann) angehört. Mit Beschluss vom 17.12.2013⁹ hat das *Bundesverfassungsgericht* nunmehr die das OMT-Programm betreffenden Verfahrensgegenstände verfahrensmäßig abgetrennt und – erstmalig in seiner Geschichte – mit Beschluss vom 14.01.2014¹⁰ dem *Europäischen Gerichtshof* zur Vorabentscheidung vorgelegt. Das Gericht teilt in seiner Begründung inhaltlich die Bedenken der Beschwerdeführer. Der OMT-Beschluss stelle vorbehaltlich einer Auslegung durch den *Europäischen Gerichtshof* nicht nur eine Kompetenzüberschreitung der EZB dar, sondern erscheine auch mit dem in Art. 123 AEUV verankerten Verbot einer monetärer Haushaltsfinanzierung unvereinbar.¹¹

Der Umstand, dass es den betroffenen Mitgliedstaaten im Zuge des OMT-Programms der EZB ermöglicht werden soll, neue Staatsanleihen zu günstigeren Zinssätzen zu emittieren, um deren Zahlungsfähigkeit nicht zu gefährden, spricht in der Tat dafür, dies als Umgehung des Art. 123 Abs. 1 AEUV zu werten und deren Zulässigkeit in Frage zu stellen. Dabei darf aber nicht außer Betracht gelassen werden, dass die richterliche Interpretation positiver Rechtsvorschriften stets auch die übergeordneten Ziele des Gesetzgebers, nämlich das ökonomische Wohlergehen

⁷ Über diese Verfassungsbeschwerden hat das Gericht nunmehr entschieden, siehe BVerfG, 2 BvR 1390/12 vom 18.03.2014, www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140318_2bvr139012.html.

⁸ Die von Prof. Däubler-Gmelin und Prof. Degenhardt vertretenen Beschwerdeführer der vom Verein Mehr Demokratie e.V. initiierten Verfassungsbeschwerde haben für den Fall, dass die Zustimmungsgesetze zu ESM- und Fiskalvertrag nicht für verfassungswidrig erklärt werden, hilfsweise beantragt, dass die Bundesregierung darauf hinwirken muss, dass der Beschluss der EZB vom 06.09.2012 über den unbegrenzten Erwerb von Staatsanleihen am Sekundärmarkt durch die EZB aufgehoben werden muss. Der Schriftsatz ist abrufbar unter www.verfassungsbeschwerde.eu/fileadmin/pdf/2012-11-15_Ergaenzung_Verfassungsbeschwerde.pdf.

⁹ BVerfG, 2 BvR 1390/12 vom 17.12.2013, www.bverfg.de/entscheidungen/rs20131217_2bvr139012.html.

¹⁰ BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html, Rn. 1-105.

¹¹ BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html, Rn. 55 ff.. Das *Bundesverfassungsgericht* hatte sich bereits in seiner Entscheidung über die Eilanträge gegen die Ratifikation von ESM-Vertrag und Fiskalpakt vom 12.09.2012 dahingehend geäußert, dass eine Grenze für Sekundärmarktkäufe dann erreicht sei, wenn der Erwerb am Sekundärmarkt auf eine „von den Kapitalmärkten unabhängige Finanzierung der Haushalte der Mitgliedstaaten“ ziele, BVerfG, NJW 2012, 3145, 3156 [Rn. 278]; kritisch dazu C. Herrmann, Die Bewältigung der Euro-Staatsschulden-Krise an den Grenzen des deutschen und europäischen Währungsverfassungsrechts, EuZW 2012, S. 805, 810 f..

der Bürger der Europäischen Währungsunion, zu berücksichtigen hat.¹² Im Kern geht es damit um die Frage, ob die EZB, die aufgrund von Art. 123 Abs. 1 AEUV nicht ‚*lender of last resort*‘ für Staaten in finanzieller Bedrängnis sein darf, Krisenstaaten zumindest auf andere Weise soll beispringen dürfen oder ob sie tatenlos zusehen muss, dass sich deren wirtschaftliche Situation in einem Teufelskreis aus Zinsanstieg, Zunahme der Schuldenlast, Verunsicherung des Privatsektors, Konjunkturéinbruch, Einbruch der Steuereinnahmen etc. massiv verschlechtert. Im Ergebnis handelt es sich dabei weniger um eine rechtliche, sondern vielmehr um eine hochpolitische Frage: Soll die EZB für die Mitgliedstaaten ‚*lender of last resort*‘ sein dürfen? Wenn man diese Frage, wie Art. 123 Abs. 1 AEUV es tut, verneint, dann wäre es konsequent, der EZB auch Maßnahmen gleicher Wirkung zu untersagen. Wenn man der EZB hingegen aus übergeordneten Gründen des Allgemeinwohls Maßnahmen gleicher Wirkung gestattet, stellt sich die Frage, warum sie nicht direkt als ‚*lender of last resort*‘ sollte agieren dürfen. Vor diesem Hintergrund kann man durchaus in Frage stellen, ob ein Gericht, sei es das *Bundesverfassungsgericht* oder jetzt der *Europäische Gerichtshof*, die richtige Adresse für die Beantwortung politökonomischer Fragen ist.¹³

2. Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung in Rechtsprechung und Literatur

Das *Bundesverfassungsgericht* betrachtet das Verbot einer monetären Haushaltsfinanzierung als eine der zentralen Regeln, die eine Ausgestaltung der Währungsunion als Stabilitätsunion gewährleisten¹⁴, und als ein wesentliches Element zur unionsrechtlichen Sicherung der verfassungsrechtlichen Anforderungen des Demokratiegebots aus Art. 20 Abs. 1 und 2 i.V.m. Art. 79 Abs. 3 GG.¹⁵ Die nationale Haushaltsautonomie sei eine wesentliche, nicht entäußerbare Kompetenz der unmittelbar demokratisch legitimierten Parlamente der Mitgliedstaaten. Die

¹² So S. Dudey in einem Artikel vom 13.02.2014 auf dem Online-Portal flassbeck-economics, abrufbar unter www.flassbeck-economics.de/bundesverfassungsgericht-ueberweist-fragenkatalog-an-den-europaeischen-gerichtshof/.

¹³ Siehe dazu auch die abweichende Meinung der Richterin Lübke-Wolff zum Beschluss des BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html.

¹⁴ BVerfG, 2 BvR 2728/13 vom 14.01.2014, www.bverfg.de/entscheidungen/rs20140114_2bvr272813.html Rn. 43, BVerfG, NJW 2012, 3145, 3149 [Rn. 219].

¹⁵ BVerfG, NJW 2012, 3145, 3149 ff. [Rn. 218 ff.] und 3155 [Rn. 276]; BVerfG, NJW 2011, 2946, 2951 f. [Rn. 127 f.]; BVerfG, NJW 1993, 3047, 3057.

haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestags werde in Ansehung der Übertragung der Währungshoheit auf das Europäische System der Zentralbanken durch die Unabhängigkeit der EZB¹⁶ und die Priorität der Geldwertstabilität¹⁷ gesichert, die beide mit den verfassungsrechtlichen Anforderungen an die deutsche Beteiligung an der Währungsunion parallel liefen (vgl. Art. 88 Satz 2 GG).¹⁸

Eine nähere Begründung, warum es das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung gerade mit dem Demokratiegebot rechtfertigt, bleibt das *Bundesverfassungsgericht* schuldig. Insbesondere arbeitet das Gericht nicht heraus, dass das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung nur im Rahmen einer Gemeinschaftswährung mit dem Demokratiegebot gerechtfertigt werden kann: Wenn eine Kreditaufnahme der Mitgliedstaaten bei EZB und NZB respektive Primärmarktkäufe von Staatsanleihen durch EZB und NZB nicht verboten wären, könnten einzelne Staaten die Zentralbankgeldmenge im Währungsraum (und in der Folge auch die Giralgeldmenge) ohne Beteiligung der anderen Mitgliedstaaten ggf. deutlich erhöhen. Hierdurch könnte einer inflationären Preisentwicklung Vorschub geleistet und eine Ursachenkette in Gang gesetzt werden, auf die die (anderen) nationalen Parlamente keinen Einfluss gehabt hätten.

Anders bei einer nationalen Währung: In einem solchen Fall ließe sich das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung jedenfalls nicht mit dem Demokratiegebot rechtfertigen. Wenn der demokratisch legitimierte nationale Gesetzgeber sich entscheiden würde, sich direkt über die Notenbank zu finanzieren, so wäre dies mit dem Demokratiegebot durchaus zu vereinbaren. Eine andere Frage wäre, ob und unter welchen Voraussetzungen durch eine solche Finanzierungsentscheidung ggf. subjektive Rechte der Bürger verletzt werden könnten.¹⁹

Nicht nur das *Bundesverfassungsgericht*, auch die Kommentarliteratur misst dem Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung hohe Bedeutung zu. Dabei werden in unterschiedlicher Akzentuierung insbesondere zwei Aspekte hervorgehoben. Zum

¹⁶ Art. 130 AEUV.

¹⁷ Art. 127 Abs. 1 AEUV.

¹⁸ BVerfG, NJW 2012, 3145, 3149 [Rn. 218 bis 220].

¹⁹ Siehe dazu C. Herrmann, Währungshoheit, Währungsverfassung und subjektive Rechte, Tübingen 2010.

einen werde durch das Verbot die Unabhängigkeit der EZB und der NZB gesichert. Eine strikte Untersagung einer monetären Haushaltsfinanzierung schütze die Zentralbanken vor politischem Druck.²⁰ Zum anderen werde der Staat durch das Verbot bei seiner Finanzierung den Gesetzen des Marktes unterworfen, was eine solide Haushaltspolitik zumindest tendenziell fördere, da haushaltspolitisch undisziplinierte Länder mit einer Verteuerung ihrer Refinanzierungsmöglichkeiten rechnen müssten.²¹ Über die Signalwirkung steigender Zinsen solle weiterer Staatsverschuldung ein Riegel vorgeschoben werden.²² Anders als das *Bundesverfassungsgericht* beschränkt sich die Kommentarliteratur auf die vorgenannten Aspekte und zieht das Demokratiegebot nicht zur Begründung des Verbots heran.

Auch wenn dies nur selten so deutlich gesagt wird, liegt der eigentliche Sinn und Zweck des Verbotes des Art. 123 Abs. 1 AEUV aber darin, den Mitgliedstaaten den „Einsatz der Notenpresse“, also die Schöpfung neuer Zahlungsmittel zur Finanzierung ihrer Defizite zu untersagen und damit eine zumindest potentiell inflationsfördernde Finanzierungspraxis zu unterbinden.²³

Wie im nachfolgenden Abschnitt III. aufgezeigt wird, lässt sich dieses Ziel des Art. 123 Abs. 1 AEUV im derzeit bestehenden fraktionalen Reservegeldsystem indes nicht verwirklichen, weil neues Geld auch dann geschöpft wird, wenn die öffentliche Hand Kredite nicht direkt bei der Notenbank, sondern bei Geschäftsbanken (oder staatlichen Banken) aufnimmt. Das Gleiche gilt, wenn

²⁰ *U. Häde*, in: Callies/Ruffert (Hrsg.), EUV/AEUV, 4. Auflage 2011, Art. 123 AEUV Rn. 5; *E. Gnan*, in: von der Groeben/Schwarze, Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union und zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, 6. Auflage 2003, Art. 101 EG Rn. 6; *D.-E. Khan*, in: Geiger/Khan/Kotzur, Kommentar zu EUV und AEUV, 5. Auflage 2010, Art. 123 AEUV Rn. 4.

²¹ *U. Häde* in: Callies/Ruffert (Fn. 20), Art. 123 AEUV Rn. 4; siehe auch *D.-E. Khan* in: Geiger/Khan/Kotzur (Fn. 20), Art. 123 AEUV Rn. 3.

²² *E. Gnan* in: von der Groeben/Schwarze (Fn. 20), Art. 101 EG Rn. 2 f. – Kritische Stimmen weisen allerdings mittlerweile zu Recht darauf hin, dass die im Zusammenhang mit der Finanz- und Wirtschaftskrise 2009/2010 offenbar gewordene Überschuldung Griechenlands zeigt, dass das auf die Marktmechanismen vertrauende Modell nicht funktioniert, wenn nicht sogar versagt hat, so *R. Bandilla* in Grabitz/Hilf/Nettesheim (Fn. 2), Art. 123 Rn. 4.

²³ Auf den Punkt bringen dies z. B. *D. Hattenberger* in: Schwarze, EU-Kommentar, 3. Auflage 2012, Art. 123AEUV Rn. 1 und *E. Gnan* in: von der Groeben/Schwarze (Fn. 20), Art. 101 EG Rn. 3. Siehe auch *H. Kube*, EU-Rechtswidrigkeit einer Refinanzierung des ESM bei der EZB, WM 2013, S. 57, 60: Eine teleologische Interpretation von Art. 123 Abs. 1 AEUV ergebe, dass dieser eine monetäre Staatsfinanzierung durch die Notenpresse zu unterbinden bestimmt ist. Auch *D.-E. Khan* verweist auf die zumindest potentiell inflationsfördernde Wirkung einer privilegierten Refinanzierung der öffentlichen Hand durch die nationalen Zentralbanken, *D.-E. Khan*, in: Geiger/Khan/Kotzur (Fn. 20), Art. 123 AEUV Rn. 4.

Staatsanleihen am Primärmarkt nicht von der Notenbank, sondern von Geschäftsbanken erworben werden. Die öffentliche Hand kann also trotz Art. 123 Abs. 1 AEUV „Geld drucken“ – allerdings nicht mit Hilfe der Notenbank, sondern mit Hilfe der Geschäftsbanken. Bemerkenswert ist, dass die Problematik der „Staatsfinanzierung durch Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken“²⁴ bisher nicht als solche erkannt worden ist. Stattdessen beschränkt sich die Diskussion zu Art. 123 Abs. 1 AEUV weitestgehend auf die oben dargelegte Problematik von Sekundärmarktkäufen im Zuge von Anleihekaufprogrammen der EZB.

III. Staatsfinanzierung durch Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken und Art. 123 Abs. 1 AEUV

Um zu verstehen, warum eine Kreditaufnahme der öffentlichen Hand bei Geschäftsbanken respektive eine Neuemission von Staatsanleihen am Primärmarkt und deren Übernahme durch Geschäftsbanken zur Schöpfung neuen (Giral-)Geldes führt, ist es zunächst erforderlich, sich das Wesen der bestehenden Geldordnung zu vergegenwärtigen (dazu **1.**). Im Anschluss daran soll der Mechanismus der Giralgeldschöpfung durch Geschäftsbanken im Zuge von Primärmarktkäufen staatlicher Schuldtitel näher betrachtet werden (dazu **2.**). Sodann folgt eine Bewertung im Lichte des Art. 123 Abs. 1 AEUV (dazu **3.**).

1. Die wesentlichen Charakterzüge der bestehenden Geldordnung

Rolf Gocht, ehemaliges Mitglied im Direktorium der Deutschen Bundesbank, hat die wesentlichsten Charakterzüge unserer Geldordnung treffend auf den Punkt gebracht: „Unsere nationale Geldordnung: Das ist die Fähigkeit der Geschäftsbanken, Geld zu machen; das ist die Notenbank als Liquiditätsquelle der Geschäftsbanken; das ist die Tatsache, dass Geld – von dem geringen Betrag an Münzen und dem Umtausch fremden Geldes in das eigene abgesehen – ganz überwiegend aus Anlass und im Wege des Kreditgeschäfts einer Bank entsteht und mit der Tilgung des Kredits wieder verschwindet; das ist schließlich das weitgehende Ermessen der Notenbank in ihrer Geld- und Kreditpolitik.“²⁵

²⁴ Grundlegend dazu *T. Gudehus*, Geldordnung, Geldschöpfung und Staatsfinanzierung, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Jg. 62 (2013), S. 194, 207 ff.

²⁵ *R. Gocht*, Kritische Betrachtungen zur nationalen und internationalen Geldordnung, Berlin 1975, S. 13.

Diese Feststellung *Gochts* behält auch nach der Einführung des Euro und der Schaffung der Europäischen Währungsunion ihre Richtigkeit. *Gochts* Ausführungen fußen auf geld- und kredittheoretischen Erkenntnissen, die sich (erst) in den 1930er Jahren durchzusetzen begannen und deren Kernaussage darin besteht, dass in der modernen Geld- und Kreditwirtschaft die Vergabe von Bankkrediten nicht voraussetzt, dass der Bank zuvor von dritter Seite Geld zur Verfügung gestellt worden ist. Bankkredite werden vielmehr durch die Einräumung von Sichtguthaben gewährt, die dann als täglich fällige Verbindlichkeiten einer Bank als allgemeines Zahlungsmittel, als Giralgeld²⁶ benutzt werden.²⁷ Die Banken haben somit das exklusive Privileg, dass ihre Verbindlichkeiten (Schulden) gegenüber Kunden als allgemeines Zahlungsmittel der Kunden akzeptiert und benutzt werden, nicht zuletzt auch von staatlichen Stellen wie den Finanzämtern und Gerichtskassen.

Guthaben und Kredit entstehen dabei gleichsam aus dem Nichts durch einen simplen Buchungssatz: „Kreditkonto an Girokonto“. Das bilanztechnische Gegengewicht zum eingeräumten Kredit ist also Giralgeld (Geschäftsbankengeld, kein Zentralbankgeld!), welches *uno actu* mit dem Kredit entsteht. Damit ist es nicht das Passivgeschäft der Banken, insbesondere das Depositengeschäft, dem ein Primat vor dem Aktivgeschäft zukommt, sondern umgekehrt: Das Passivgeschäft der Banken ist nichts anderes als ein Reflex vorangegangener Kreditgewährung.²⁸

Diese Darstellung deckt sich mit der Empirie und Praxis der Geldschöpfung im heutigen fraktionalen Reservesystem, auch als Teilreservesystem oder Giralgeldsystem bezeichnet. *De facto* bestimmen die Banken proaktiv und vollständig die gesamte umlaufende Geldmenge, indem sie Kredite auf Girokonten bereitstellen oder Wertpapiere und Sachwerte mittels Gutschrift des Kaufpreises auf den Girokonten der Veräußerer erwerben. Um die damit verbundenen Zahlungsvorgänge abzuwickeln, benötigen die Banken nur eine teilweise Deckung der geschaffenen Giralgeldbeträge in Zentralbankgeld (Bargeld und Reserven bei der Zentralbank, also Kontoguthaben der Banken auf ihren Zentralbankkonten,

²⁶ Giralgeld ist aus rechtlicher Sicht nur ein Substitut für das gesetzliche Zahlungsmittel (Zentralbankgeld), und es stellt lediglich ein Versprechen der Bank dar, auf Verlangen einen entsprechenden Betrag gesetzlicher Zahlungsmittel (Zentralbankgeld) auszuführen.

²⁷ Vgl. *H. Gestrich*, Kredit und Sparen, 2. durchgesehene Auflage, Godesberg 1947, S. 26.

²⁸ *L. A. Hahn*, Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, Tübingen 1920, S. 29; vgl. hierzu auch *G. Bombach et al.*, Der Keynesianismus III, Berlin Heidelberg New York 1981, S. 34 ff.

bestehend aus Mindest- und Überschussreserve), daher der Begriff ‚*fraktionale Reserve*‘ oder ‚*Teilreserve*‘. Wie sich aus der bankstatistischen Gesamtrechnung ableiten lässt, brauchen die Banken in Deutschland und dem Eurogebiet, um 100 Euro Umsatz im Zahlungsverkehr zu tätigen, im Durchschnitt 2,50 Euro Zentralbankgeld, davon 1 Euro Mindestreserve, 0,10 Euro Überschussreserve und 1,40 Euro Bargeld-Kassenbestand.²⁹

EZB und NZB bedienen die Nachfrage der Banken nach Zentralbankgeld (Reserven und Bargeld) nicht proaktiv, sondern reaktiv. Die EZB erhofft sich, durch eine Anhebung oder Absenkung der Leitzinsen die Nachfrage der Banken nach Reserven zu beeinflussen, die aus Solvabilitätsgründen für deren Fähigkeit zur Giralgeldschöpfung und damit zur Kreditvergabe von Bedeutung sind. Die Nachfrage der Banken nach Reserven erfolgt jedoch nicht vor der Kreditvergabe, sondern sie resultiert aus der faktisch eigenständig erfolgenden Giralgelderzeugung (Bankenbilanzverlängerung) und ist daher weitgehend zins-unelastisch. Der Leitzins ändert vor allem (in geringem Umfang) die Gewinnmarge der Banken, nicht deren monetäres Volumen. Außerdem stellt die Zentralbank stets die von den Banken effektiv nachgefragten Reserven- und Bargeldmengen zur Verfügung. Von daher bleibt die hypothetische Lenkungsfunktion von Leitzins und Mindestreservesatz ineffektiv. Die tatsächliche ‚Geldpolitik‘ im Giralgeldsystem wird *in praxi* von den großen Banken bestimmt.³⁰

Der EZB kommt somit im Wesentlichen nur die Rolle als ultimative Liquiditätsquelle der Banken in Notlagen (*lender of last resort*) zu. Die EZB hat über ihre geldpolitischen Steuerungsinstrumente, insbesondere die Festlegung des Leitzinses und den Satz der Mindestreserve, nur eingeschränkte Möglichkeiten, auf Geldschöpfungsprozesse im Bankensektor und damit die Geldmenge Einfluss zu nehmen. Diese Möglichkeiten haben sich in den letzten Jahrzehnten durch die technisch unterstützte Entwicklung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und die übernationale Deregulierung der Geld- und Kapitalmärkte im Zuge der Globalisierung zusätzlich verringert.

²⁹ Ermittelt nach: Europäische Zentralbank, Monatsberichte, Tab. 1.4.2, 2.3.2; Deutsche Bundesbank, Monatsberichte, Tab. IV.1. Die Jahre 2012/13 waren krisenbedingte Ausnahmen mit sehr hoher Überschussreserve.

³⁰ J. Ryan-Collins et al., *Where does money come from?*, London 2012.

Es gibt zwar regulative und praktische Faktoren, welche die Giralgeldschöpfung der Banken begrenzen, diese wirken jedoch, wenn überhaupt, nur auf kürzere Frist, nicht auf längere Sicht. Zu den *regulativen* Faktoren gehören die bereits erwähnte, aber faktisch ineffektive Mindestreservepflicht sowie erhöhte Eigenkapitalquoten nach Basel III (EU-CRD IV). Zu den *praktisch* begrenzenden Faktoren gehören die Bereitschaft privater und öffentlicher Haushalte, sich zu verschulden sowie die Einstufung der Bonität von Kunden in den Augen der Banken. Damit verbunden ist die Bereitschaft der Banken selbst, Kredite zu vergeben bzw. Wertpapiere und Sachwerte zu erwerben. Die wichtigste praktische Voraussetzung der Giralgeldschöpfung überhaupt, und damit auch ihrer eventuellen Begrenzung, besteht darin, dass die Gesamtheit der Banken ihre Bilanzen faktisch in relativem Gleichschritt erweitern müssen, sie also in relativem Gleichmaß neue Kredite vergeben und Finanzaktiva erwerben müssen. Nur dann sind die aus- und eingehenden Zahlungen bei den Banken von ungefähr gleicher Größe, sodass im Zahlungssettlement keine großen Zentralbankgeldsalden bewegt werden müssen und somit keine echten Liquiditätsengpässe auftreten können.

Die Giralgeldschöpfung unterliegt zudem erheblichen zyklischen Schwankungen. Die Kreditvergabe der Banken und die Kreditnachfrage erfolgen prozyklisch konform mit den Konjunktur- und Börsenzyklen, also expansiv bis euphorisch in Aufwärts- und Hochphasen, kontraktiv bis verstockt in Abwärts- und Tiefphasen.³¹ Resultat des prozyklischen Verhaltens ist eine überschießende Geldschöpfung mit teils extremen Übertreibungen der Konjunktur- und Börsenzyklen sowie einer entsprechenden Assetpreis-Inflation (Spekulationsblasen).³² In Abschwungs- und Krisenphasen wiederum geben die Banken der Kreditnachfrage (soweit es eine solche dann noch gibt) vielfach nicht statt und verweigern neues Geld. Die Giralgeldschöpfung der Banken tendiert so dazu, Hoch- und Tiefphasen der Wirtschafts- und Börsenzyklen kriseninduzierend zu übersteigern.

³¹ J. Huber, Monetäre Modernisierung, 3. Auflage Marburg 2013, S. 74 ff.

³² J. Huber (Fn. 31), S. 76.

2. Giralgeldschöpfung durch Banken im Zuge von Primärmarktkäufen staatlicher Schuldtitel

Neu emittierte Staatsanleihen werden nicht direkt an Unternehmen und Privathaushalte verkauft, sondern über einen ausgewählten Kreis großer Banken platziert. Die Transaktion kann, je nach Land, sowohl über Girokonten als auch über Zentralbankkonten abgewickelt werden.

Im erstgenannten Fall (Abwicklung über Girokonten des Staates bei Geschäftsbanken) kommt es zu einer Schöpfung von Giralgeld, die sich als Verlängerung der Bankbilanzen niederschlägt. Dem Aktivum ‚Staatsanleihe‘ stehen auf der Passivseite entsprechende Sichtguthaben des Staates bei den Geschäftsbanken gegenüber.

Im letztgenannten Fall (Abwicklung über Zentralbankkonten des Staates³³) stellt sich die Situation etwas anders dar: Da die Banken den Kaufpreis für die Anleihen dann in voller Höhe mit Zentralbankgeld begleichen müssen, kommt es in der Bankbilanz nur zu einem Aktivtausch. Am Gesamtbild der Giralgeldschöpfung im Zuge des Erwerbs von staatlichen Schuldtiteln ändert dies indes nichts: Da der Staat das, was er im Zuge der Begebung der Staatsanleihe einnimmt, zeitnah wieder ausgibt, fließt dem Bankensektor das für die Transaktion benötigte Zentralbankgeld wieder zu, wobei sich dieser Zufluss wiederum in einer Bilanzverlängerung ausdrückt: Der Erhöhung der Zentralbankguthaben der Banken auf der Aktivseite stehen auf der Passivseite der Bankbilanz entsprechende Sichtguthaben der Zahlungsempfänger gegenüber.

Einen erheblichen Teil der Staatsanleihen behalten die erstabnehmenden Banken in ihrem Bestand oder verkaufen sie weiter an andere Banken und Finanzinstitute.³⁴ In entsprechender Höhe profitiert der Finanzsektor auch von den Zinszahlungen auf die Anleihen.

³³ In Deutschland kommt dafür zum Beispiel ein Bundesbankkonto des „Kompetenzzentrums für das Kassen- und Rechnungswesen des Bundes“ in Betracht.

³⁴ Genaue Zahlen zu ermitteln, erweist sich als schwieriges Unterfangen. Anhaltspunkte über die Verteilung emittierter Staatsanleihen auf verschiedene Haltergruppen finden sich z. B. bei *D. Hartwig Lojtsch/M. Rodríguez-Vives/M. Slavik*, *The Size and Composition of Government Debt in the Euro Area*, Occasional Paper No. 132 / October 2011 der Europäischen Zentralbank, S. 33 f.; *S. Arslanalp/T. Tsuda*, *Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt*, IMF Working Paper WP/12/284, S. 12.

Seit den 1970er Jahren bis zur Staatsschuldenkrise in einer Reihe von Euroländern seit 2010 haben die Banken auch diesen Mitgliedstaaten Kredit bedenkenlos in jeglicher Höhe gewährt respektive deren Staatsanleihen am Primärmarkt erworben. Denn der Staat weist aufgrund der Steuereinnahmen den mit Abstand größten Geldfluss auf und ist somit, normalerweise, der denkbar beste Schuldner aus Sicht einer Bank. Der Staat kann sich folglich auf dem Umweg über den Bankensektor normalerweise jederzeit in gewünschter Höhe finanzieren und damit verschulden.

3. Bewertung: Aushebelung von Art. 123 Abs. 1 AEUV

Wenn Banken durch die Gewährung von Krediten an die öffentliche Hand respektive durch den unmittelbaren Erwerb von Schuldtiteln der öffentlichen Hand Giralgeld erzeugen, dann tun sie gerade das, was EZB und NZB verboten ist: Sie finanzieren den Staat *und* schöpfen dabei neue Zahlungsmittel. Art. 123 Abs. 1 AEUV wird auf diese Weise gleichsam durch die Hintertür ausgehebelt. Das Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung lässt sich folglich nicht damit begründen, dass auf diese Weise eine Schöpfung neuer Zahlungsmittel bei der Finanzierung staatlicher Defizite unterbunden werden könne.

Während dieser Befund einerseits die Bedeutung des Art. 123 Abs. 1 AEUV relativiert, macht er andererseits erklärlich, warum die Mitgliedstaaten mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt Verschuldungsgrenzen³⁵ eingeführt haben, die von den Mitgliedstaaten auch noch nach Einführung des Euro zu beachten sind. Ein hoher Verschuldungsgrad indiziert ein hohes Maß an staatlich induzierter Geldschöpfung. Art. 123 Abs. 1 AEUV wird somit vom Stabilitäts- und Wachstumspakt flankiert. Offizielles Ziel des Paktes, dessen wesentliche Rechtsgrundlage Art. 126 AEUV und das an den Vertrag angefügte Protokoll Nr. 12³⁶ sind, ist die Förderung von Stabilität und Wachstum im Euroraum. Das Regelwerk soll dabei insbesondere verhindern, dass durch ein übermäßiges Verschuldungsverhalten der Euroländer die Inflation steigt, sich der finanzielle Handlungsspielraum der Euroländer verringert sowie insgesamt eine Instabilität des

³⁵ Die Mitgliedstaaten müssen die Höhe ihres jährlichen Haushaltsdefizits auf 3% ihres Bruttoinlandsprodukts (BIP) und den Stand ihrer öffentlichen Verschuldung auf 60% ihres BIPs begrenzen.

³⁶ ABl. EU 2010 C 83/279.

Euros entsteht. Der Pakt soll auch einen Beitrag zur politischen Unabhängigkeit der EZB leisten, indem möglicher politischer und wirtschaftlicher Druck von der EZB genommen wird. Insbesondere soll ausgeschlossen werden, dass hohe Haushaltsdefizite bzw. Staatsschulden einzelner Mitgliedstaaten die EZB unter Druck setzen, Staatsanleihen aufzukaufen und eine Niedrigzinspolitik zu betreiben. Hochverschuldete Staaten haben ein natürliches Interesse an einer inflationsbedingten Verringerung ihrer Verbindlichkeiten und bevorzugen somit tendenziell eine lockere Geldpolitik.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass sich Art. 123 Abs. 1 AEUV unter den gegebenen Bedingungen weitgehend als Trugbild erweist. Die Vorschrift kann zwar eine Staatsfinanzierung durch von der Notenbank geschöpftes neues Zentralbankgeld verhindern. Einer Staatsfinanzierung durch von den Geschäftsbanken geschöpftes neues Giralgeld (sei es im Zuge der Gewährung von Krediten an die öffentliche Hand, sei es im Zuge von Primärmarktkäufen staatlicher Schuldtitel durch Geschäftsbanken), steht Art. 123 Abs. 1 AEUV jedoch machtlos gegenüber.

IV. Schlussbetrachtung

Der Befund, dass die *ratio legis* des Art. 123 Abs. 1 AEUV in der bestehenden Geldordnung nicht erreicht werden kann, ist unbefriedigend. Ebenfalls unbefriedigend ist der Umstand, dass die Mitgliedstaaten es den Geschäftsbanken ermöglichen, Giralgeld zu schöpfen, um sich dann gegen Zahlung von Zinsen in eben diesem Geld bei ihnen zu verschulden – ein Umstand, der die Frage nahelegt, warum sich die Mitgliedstaaten nicht direkt bei EZB und NZB finanzieren, da Zinszahlungen dann über den Notenbankgewinn wieder an den Staatshaushalt zurückfließen und somit der Allgemeinheit zugute kommen würden.

Eine direkte Staatsfinanzierung, die mittlerweile zumindest für extreme Ausnahmefälle hin und wieder in die Diskussion gebracht wird³⁷, ist zwar ein sehr kontroverses Thema. Die andauernde Eurokrise zeigt aber, was es bedeutet, dass Staaten in finanzieller Bedrängnis aufgrund von Art. 123 Abs. 1 AEUV keinen ‚*lender of last resort*‘ haben.

³⁷ So z. B. vom früheren Chef der ehemaligen britischen Finanzaufsichtsbehörde FSA (*Financial Services Authority*), *Adair Turner*, siehe dazu das Handelsblatt vom 15.02.2013 unter der Überschrift „Zum Teufel mit alten Tabus“.

Aus eben diesem Grunde ist die EZB dazu gezwungen, Kunstgriffe wie z.B. das OMT-Programm zu erfinden, um es Krisenstaaten zu ermöglichen, ihre Defizite zu tragbaren Zinssätzen zu finanzieren. Ein einleuchtender rechtfertigender Grund dafür, dass die EZB ggf. in großem Stile Sekundärmarktkäufe tätigen darf, um den Zins für Krisenstaaten herunterzudrücken, während es ihr zugleich verboten ist, *ausnahmsweise* direkt Staatsanleihen von den betroffenen Staaten zu erwerben, ist nicht ersichtlich. In beiden Konstellationen wird neues (Zentralbank-)Geld geschöpft, und in beiden Konstellationen erwirbt die EZB Forderungen gegen die betroffenen Staaten. Gleichwohl ist ihr ein Weg, nämlich der – effektiv kostenfreie (!) – Weg des Primärmarktkaufes verbaut. Dies ist unlogisch.

Dass eine (fiskalpolitisch motivierte) direkte Staatsfinanzierung der *ratio legis* des Art. 123 Abs. 1 AEUV ebenfalls nicht gerecht werden würde, liegt auf der Hand. Es wäre daher darüber nachzudenken, dem Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung dadurch zur Wirksamkeit zu verhelfen, dass nicht nur eine direkte Staatsfinanzierung durch die Notenbank, sondern auch eine Staatsfinanzierung durch Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken unterbunden wird. Dieses Ziel ließe sich mit der von *Joseph Huber* vorgeschlagenen Vollgeldreform erreichen.³⁸

Im Zuge der Vollgeldreform würde die Zentralbank das ausschließliche Recht erhalten, Geld in Umlauf zu bringen – außer Bargeld auch alles Buchgeld für den bargeldlosen Zahlungsverkehr. Die Giralgeldschöpfung der Banken würde also beendet werden, und die EZB würde die Kontrolle über die in Umlauf befindliche Geldmenge zurückgewinnen. Die Emission neuen Vollgeldes wäre nur aus rein geldpolitischen Motiven und nicht aus fiskalischen Gründen, d.h. zur Finanzierung staatlicher Defizite, zulässig. Nicht zuletzt würde es eine Vollgeldordnung ermöglichen, dass sich die Mitgliedstaaten nahezu „geräuschlos“, also ohne Schuldenschnitt oder sonstige schmerzhaft Maßnahmen, mehr als 60% ihrer Staatsschulden entledigen könnten. Ermöglicht werden würde dies durch die einmalige Übergangs-Seignorage, die sich im Zuge der Ersetzung der alten Giralgeldbestände durch neues Vollgeld ergeben würde und die zur Tilgung der Staatsverschuldung verwandt werden könnte.³⁹

³⁸ Siehe dazu *J. Huber*, Vollgeld, Berlin 1998; *J. Huber*, (Fn. 31); *J. Huber/C. Mensching*, Plädoyer für eine monetäre Modernisierung, ZRP 2013, S. 146 ff.; *T. Gudehus*, (Fn. 24), S. 194 ff.

³⁹ *T. Gudehus*, (Fn. 24), S. 194 ff.; *T. Gudehus*, Notwendigkeit, Regelungen und Konsequenzen einer neuen Geldordnung, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, Jg. 63 (2014), im Erscheinen.

An dieser Stelle kann nicht auf Details dieses bemerkenswerten Reformvorschlages eingegangen werden. Der Anspruch dieses Beitrages war es, eine kritische Bestandsaufnahme zum Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung zu leisten und ein Problembewusstsein dafür zu schaffen, dass die *ratio legis* des Art. 123 Abs. 1 AEUV in der bestehenden Geldordnung nicht verwirklicht werden kann. Wenn sich im Anschluss daran eine geld- und währungsrechtliche Diskussion entwickeln würde, die auch die verfassungsrechtliche Dimension der (Giral-)Geldschöpfung berücksichtigte, so wäre dies nicht zuletzt vor dem Hintergrund der nach wie vor virulenten und strukturell ungelösten Banken- und Staatsschuldenkrise sehr zu begrüßen.