

Staatliche Zahlungs(un)fähigkeit: Missverständnisse und Missverhältnisse monetärer Souveränität in Europa (II)

Karth, Friedo; Sahr, Aaron; Müller, Carolin

Veröffentlichungsversion / Published Version

Zeitschriftenartikel / journal article

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Karth, F., Sahr, A., & Müller, C. (2020). Staatliche Zahlungs(un)fähigkeit: Missverständnisse und Missverhältnisse monetärer Souveränität in Europa (II). *Soziopolis: Gesellschaft beobachten*. <https://nbn-resolving.org/urn:nbn:de:0168-ssoar-81719-9>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer CC BY Lizenz (Namensnennung) zur Verfügung gestellt. Nähere Auskünfte zu den CC-Lizenzen finden Sie hier:
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de>

Terms of use:

This document is made available under a CC BY Licence (Attribution). For more information see:
<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0>

Aaron Sahr, Friedo Karth, Carolin Müller | Essay | 28.01.2020

Staatliche Zahlungs(un)fähigkeit

Missverständnisse und Missverhältnisse monetärer Souveränität in Europa (II)

Geld zu haben, also zahlungsfähig zu sein, ist in modernen Geldwirtschaften von kaum zu unterschätzender Bedeutung. Dementsprechend routiniert wird im politischen Diskurs über die Verteilung von Geld gestritten. Und während die einen vor allem freie Märkte am Werk sehen wollen, die das Geld dorthin verteilen, wo es die größten Renditen zu erwirtschaften verspricht, ersehnen andere Politiken staatlicher Umverteilung, die sich an sozialen und moralischen Maßstäben orientieren. Doch ist Verteilung und Umverteilung nicht alles. Als Artefakt liegt Geld weder einfach natürlich vor noch wächst es auf unerklärliche Weise von sich aus nach. Vielmehr wird Geld durch bestimmte Mechanismen und nach gewissen Kriterien von Organisationen bereitgestellt, die wir in aller Regel „Banken“ nennen. Trotz der Bedeutung von Zahlungsfähigkeit für unsere Gesellschaft wird im Feld der Politik über die Mechanismen und Kriterien der Bereitstellung von Geld nur sehr selten – und abseits kleiner Expertenzirkel praktisch gar nicht – gestritten. Gerade im Kontrast zur Omnipräsenz verteilungspolitischer Debatten sind (oder waren) öffentliche Kontroversen über die Herstellung von Zahlungsfähigkeit, also die Geldschöpfung eher selten.

Die Pläne des digitalen Riesens Facebook, mit *Libra* eine eigene Währung herauszugeben, haben den deutschen Finanzminister Olaf Scholz deswegen verständlicherweise herausgefordert. Diese Irritation lieferte den Anlass für unsere dreiteilige Serie geldsoziologischer Beiträge. Niemand außer dem Staat, so erklärte Scholz im Juni 2019 in einem Tweet, solle Geld herausgeben – schon gar keine privaten Firmen. Sein Postulat klingt einigermaßen überraschend, ist Olaf Scholz doch Finanzminister eines Landes der Eurozone und damit exponierter Akteur innerhalb eines institutionellen Arrangements, das privaten Firmen gleich in doppelter Hinsicht die Kontrolle über Geldschöpfung überlassen hat. Erstens, davon hat Teil I berichtet, weil private Banken und nicht etwa die staatlichen Zentralbanken den Takt der Geldschöpfung vorgeben. Zweitens, davon wird nun die Rede sein, weil in der Eurozone auch die staatliche Geldschöpfung in besonders ausgeprägter Weise der privaten Kontrolle unterstellt wurde.

Wenn wir Scholz' doppeltes Missverständnis in dieser dreiteiligen Artikelserie in

Klärungsabsicht aufrufen, dann – wie im ersten Teil bereits ausgeführt – nicht, um einen einzelnen Tweet zu überzeichnen, sondern weil er aus unserer Sicht auf im öffentlichen Diskurs verbreitete Missverständnisse in Bezug auf die politische Kontrolle über Geldschöpfungsprozesse verweist. Wir haben vorgeschlagen, dieses Defizit soziologisch mit dem Begriff der *monetären Souveränität* aufzurufen.

Die Idee monetärer Souveränität spielt bereits in frühneuzeitlichen Staatskonzeptionen keine unbedeutende Rolle.¹ In der Regelung von Währungsfragen durch den Staat sehen diese Texte ein unverzichtbares Element zur Schaffung territorialer Einheit. Mit der Ausweitung des westfälischen Modells, das heißt einer politischen Ordnung, die auf dem Grundgedanken einer (friedlichen) Koexistenz souveräner Nationalstaaten basiert, gewinnt das Prinzip „One Nation/One Money“ zunehmend an Bedeutung.² Souveräne Nationalstaaten beanspruchen das Recht, ihr Hoheitsgebiet ohne Einflussnahme durch andere Akteure mit Zahlungsmitteln zu versorgen, wozu das Vermögen gehört, das Verhältnis der eigenen Währung zu den Zahlungsmitteln fremder Staaten zu kontrollieren.³ Dementsprechend muss uns angesichts des Streits um eine Währung wie die *Libra* interessieren, wie es in einer Welt mit unterschiedlichen, hoheitlich geschützten Währungen eigentlich um die Versorgung mit (neuen) Zahlungsmitteln steht. Und dabei konzentrieren wir uns nicht auf die damit verbundenen juristischen Fragen, sondern auf die eingespielten Praktiken der Geldschöpfung.

Will man monetäre Souveränität als analytischen Terminus in der Sozialforschung verwenden, bezeichnet Geldschöpfung den Kern einer so spezifizierten Souveränität. Nur durch die Macht, Geld schöpfen (oder Geldschöpfung anweisen) zu können, entstehen in der Geldwirtschaft Autonomiespielräume, die es verdienen, durch einen Rückgriff auf den Begriff „Souveränität“ charakterisiert zu werden. Die meisten Akteure der Geldwirtschaft sind *monetär abhängig*, weil sie dadurch zahlungsfähig werden, dass sie Geld von anderen einnehmen – indem sie es sich entweder leihen, rauben oder verdienen. Wer hingegen über die Produktion neuer Zahlungsfähigkeit verfügt, dessen Zahlungsfähigkeit ist offenkundig unabhängig von Ressourcen, über die er nicht disponieren kann. Wir haben deswegen als Arbeitsdefinition vorgeschlagen, hohe Autonomiegrade in Bezug auf die eigene Zahlungsfähigkeit als das Definiens zu verstehen, mit dem sich monetäre Souveränität bestimmen lässt. Der so definierte Begriff bezeichnet freilich nur einen Pol innerhalb eines Spektrums, das unterschiedliche Graduationen von Autonomie verzeichnet.⁴ Monetär souverän ist mithin, wer seine Zahlungsfähigkeit zum Gegenstand einer eigenen Entscheidung machen kann.

Von privater Geldschöpfung zu staatlicher Zahlungsfähigkeit

Die in Olaf Scholz' Tweet zum Ausdruck gebrachte Erwartung, die Herausgabe der Währung sei auf staatliche Institutionen zu beschränken, ist leicht zu enttäuschen. Faktisch bieten private Banken und ihre Vorläufer schon seit Langem aufgrund mehr oder weniger eigener Entscheidungskriterien neue Geldmittel an, nämlich gegen das Versprechen ihrer zukünftigen Rückzahlung. Jedes Mal, wenn jemand zu einer Bank geht, um einen Kredit für die Gründung eines Unternehmens, den Kauf einer neuen Fabrikhalle oder den Erwerb eines Eigenheims zu beantragen (und ein solcher Antrag bewilligt wird), entsteht neues Geld auf dem Girokonto der Kundin oder des Kunden. Die Bank gleicht dieses Guthaben (das als Schuld in der Bilanz der Bank vermerkt ist) mit einem neuen Vermögen aus, nämlich dem Kredit, das heißt dem Versprechen der Kundin, das ihr überlassene Geld nach vereinbarten Konditionen zurückzuzahlen. Löst diese Kundin ihr Versprechen ein, also tilgt sie den gewährten Kredit, verschwindet das zuvor neu geschaffene Geld wieder aus dem System. Im Prinzip entsteht alles Geld, das zur Verfügung steht, auf diese Weise, mithin dadurch, dass eine neue Summe und eine Schuldverschreibung im Buchhaltungssystem einer Bank registriert werden. So verfahren zwar auch die Zentralbanken – also die im weitesten Sinne „politischen“ oder „staatlichen“ im Gegensatz zu privatwirtschaftlichen Banken –, doch stammt das meiste, vor allem nahezu das gesamte im Umlauf befindliche Geld von privaten Firmen. Insofern darf die private „Herausgabe einer Währung“ (um noch einmal die Formulierung von Olaf Scholz aufzugreifen), wie beispielsweise der Ökonom Joseph Schumpeter immer wieder betont hat, praktisch als Grundpfeiler aller moderner Ökonomien gelten.

Private Geldschöpfung ist keinesfalls nur ein Baustein des Euro, sondern des globalen Geldsystems. Im europäischen Währungsraum, über den Scholz spricht, wurde aber nicht nur Privatbanken Geldschöpfungsautonomie zugestanden, vielmehr haben die Mitgliedsstaaten die Verfügungsgewalt über ihre eigene Währung noch in einem weiteren Sinne an private Unternehmen abgetreten: Die nationalen Regierungen der Eurozone haben auch ihre eigene Zahlungsfähigkeit von der Zustimmung privater Akteure abhängig gemacht. Mit dieser im Euro angelegten Implosion monetärer Souveränität wollen wir uns in diesem Teil der Artikeltrilogie beschäftigen.⁵

Geldschöpfung durch die Zentralbank

Der Soziologe Geoffrey Ingham blickt in seiner Monografie *The Nature of Money* mit einiger Verwunderung auf die Eurozone: „[T]he eurozone is the first instance of a group of

independently powerful sovereign states voluntarily and formally undertaking to [...] relinquish a good deal of their monetary sovereignty.“⁶ Was Ingham damit meint, lässt sich etwa im Vergleich zur Situation in Kanada erläutern. Dort leitet Joe Oliver, der kanadische Kollege von Scholz mit dem Department of Finance ein Ministerium, das auf die Geldschöpfungskapazitäten der kanadischen Zentralbank anders zugreifen kann als das Bundesministerium für Finanzen auf die Kapazitäten der Europäischen Zentralbank (EZB) respektive der Bundesbank.⁷ Schauen wir uns also etwas genauer an, wie der kanadische Staat seine Zahlungen vornimmt. Es ist das Finanzministerium, das ein Bankkonto des Nationalstaats verwaltet, das bei der kanadischen Zentralbank geführt wird. Der Staat zahlt folglich mit Zentralbankgeld. Dieses Konto wird belastet, wann immer der Staat zahlt, indem neu geschaffene Zentralbankguthaben auf dem Konto der privaten Bank eines Zahlungsempfängers gutgeschrieben werden. Er erhält dafür von seiner Bank entsprechendes Guthaben. Wie jede Bank muss nun die kanadische Zentralbank die neue Verpflichtung – das neu geschaffene Guthaben – durch einen Vermögenswert ausbalancieren. Die Bilanz muss nach den Maßgaben doppelter Buchführung schließlich ausgeglichen bleiben. Deswegen trägt sie eine Staatsanleihe in ihre Bilanz, wozu die kanadische Zentralbank verpflichtet ist. Diesen Vorgang der unmittelbaren Erzeugung einer Zentralbankverbindlichkeit (Geld) bei gleichzeitiger Verbuchung einer Verbindlichkeit des Staates, zu dem die Zentralbank gehört (Staatsanleihe), bezeichnet man als *direkte Monetarisierung* von Staatsanleihen. Staatsausgaben bringen so nicht nur neues Geld in Umlauf, die Zahlungsverprechen Kanadas sind auch – so lange sie eben in der Recheneinheit der nationalen Währung ausgewiesen sind – sicher. Der kanadische Staat ist in Bezug auf die eigene Währung also zahlungsfähig, wenn und wann immer er zahlungsfähig sein will.

Staatsschulden sind (eigentlich) keine normalen Schulden

In vielen anderen Ländern, so auch in der Eurozone, ist diese direkte Monetarisierung von Staatsausgaben nicht gestattet. Der Artikel 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verbietet es, nationale Notenbanken oder die EZB zur Finanzierung von Staatsausgaben einzusetzen. Deswegen müssen Staatsanleihen von den Finanzministerien an private Investorinnen und Investoren verkauft werden. Erst wenn solche Käuferinnen und Käufer ihre Anleihen wieder loswerden wollen, dürfte die EZB sie als Pfand gegen einen Zentralbankkredit akzeptieren oder kaufen. Derartige Aktivitäten finden auf dem „Sekundärmarkt“ statt. Olaf Scholz' Finanzministerium verwaltet beispielsweise für die deutsche Bundesregierung das sogenannte Zentralkonto des Bundes bei der Bundesbank. Will die Bundesregierung dieses Konto (weiter) überziehen, braucht

sie, anders gesagt, zusätzliche eigene Zahlungsfähigkeit, das heißt, sie muss die Deutsche Finanzagentur anweisen, Käufer für eine neue Anleihe zu finden. Die aus 36 privaten Firmen bestehende Bietergruppe Bundesemissionen bietet auf eine derartige Anleihe dann wie in einer Auktion. Die Mitglieder bezahlen mit Reserven aus ihren eigenen Konten bei der Bundesbank. Erst wenn sie die erworbenen Anleihen bei der Zentralbank hinterlegen, um sich neue Zentralbankguthaben zu leihen, wird (vergleichbar mit Kanada) neues Geld herausgegeben. Einen derartigen Tausch von Staatsschulden gegen Zentralbankschulden (das heißt gegen neues Geld) kann man auch eine *indirekte Monetarisierung* von Staatsschulden nennen. Sie darf in der Eurozone allerdings nicht zur Finanzierung der Haushaltspolitik der Mitgliedsländer genutzt werden. Die EZB darf also nur dann mit privaten Investoren Staatsanleihen gegen Geld tauschen, wenn es ihren geldpolitischen Zielen dient.⁸ Deshalb und in genau diesem Sinne liegt die Entscheidungsgewalt über die Erzeugung neuer Zahlungsfähigkeit durch die Zentralbank bei privaten Akteuren.

Strukturell ist der deutsche Staat also monetär abhängig von der Bereitschaft privater Bieter, ihm Zahlungsfähigkeit zur Verfügung zu stellen. In der Praxis sind die Anreize, dies zu tun, freilich hoch – nichtsdestotrotz ist es wichtig, sich diesen Unterschied vor Augen zu halten, zumal angesichts des Umstands, dass der deutsche Finanzminister die Übertragung von Entscheidungskompetenzen auf private Unternehmen zu einer Bedrohung staatlicher Souveränität erklärt. In Wahrheit haben auch viele andere Länder die direkte Finanzierung von Staatsausgaben durch die Zentralbank abgeschafft. So hat der Kongress in den USA bereits 1981 eine entsprechende Regelung auslaufen lassen, nicht zuletzt deshalb, weil die Möglichkeit zuvor selten bis gar nicht genutzt wurde. Die Nachfrage der Märkte nach US-Bonds war stets derart hoch, dass der Option, Staatsausgaben direkt zu finanzieren, wenig praktische Bedeutung zukam.⁹ Obwohl sie unmittelbar kein Geld über ihre Zentralbank herausgeben können, zweifeln die Halter von Staatsanleihen die Zahlungsfähigkeit der USA (und anderer Staaten mit einem solchen Verbot) in der Regel nicht an. Vielmehr gelten öffentliche Schulden praktisch als *risikolos*, weshalb sie eine ungemein wichtige Rolle im Finanzsystem spielen, etwa als *benchmark* für Risikokalkulationen, „Sichere Häfen“ bei Marktturbulenzen oder schlicht als verlässliche Anlageform ohne notwendige Eigenkapitalbesicherung. Man spricht auch von „*safe assets*“.

Diese Wahrnehmung ist sicherlich auf eine ganze Reihe von Faktoren zurückzuführen,¹⁰ eine zentrale Rolle dürfte aber die Erwartung spielen, dass Finanzministerien und nationale Zentralbanken eng und gut miteinander kooperieren. Die Zentralbank eines Währungsraums ist prinzipiell immer in der Lage, eine in ihrer eigenen Währungseinheit ausgewiesene Schuld gegen Geld zu tauschen. Schließlich ist Geld hier gleichbedeutend mit

dem Datenbankeintrag einer Verbindlichkeit in die Bilanz der Bank. Genau wie eine private Geschäftsbank benötigt natürlich auch eine Zentralbank kein vorher existierendes Geld, um eine Schuld zu begleichen. Deswegen entsteht auch nicht nur neues Geld, wenn der kanadische Staat zahlt (und die Zentralbank dafür neues Geld erzeugt), sondern auch in den Arrangements, in denen diese direkte Finanzierung verboten ist. Nur eben indirekt: Die Finanzministerien von Ländern wie dem Vereinigten Königreich, den USA oder Japan bieten dem Kapitalmarkt zunächst neue Staatsschulden an; gewöhnlich hinterlegen die Banken die erworbenen Anleihen jedoch als Sicherheiten bei der Zentralbank und lassen sich dafür neue Reserveguthaben ausweisen. Somit entsteht auch durch diesen indirekten Vorgang der Herstellung staatlicher Zahlungsfähigkeit neues Geld. Weil alle beteiligten Marktteilnehmerinnen und Marktteilnehmer davon ausgehen, dass die jeweiligen nationalen Zentralbanken stets gewillt sind, die Staatsanleihen gegen neues Geld zu tauschen – also die Schuld zu begleichen – verlieren diese Zahlungsversprechen ihr Ausfallrisiko. Aufgrund ihrer privilegierten Position innerhalb der Geldordnung versorgen Staaten, wenn sie denn Schulden machen, die Privatwirtschaft gleichermaßen mit Liquidität (Geld) wie mit sicheren Vermögensanlagen.

Selbst wenn eine direkte Finanzierung verboten ist, gehen Investorinnen und Investoren gemeinhin davon aus, dass die Schulden vieler Staaten immer bezahlt werden können, also kein reines Kreditausfallrisiko haben.¹¹ Die Geldschöpfungsfähigkeiten ihrer Zentralbank verhindern im Hintergrund, Staaten dem Risiko auszusetzen, illiquide zu werden, zumindest im Hinblick auf Verpflichtungen, die sie – und hier liegt die Crux – *in ihrer eigenen Währung* begleichen müssen. Die Staatspleiten von Argentinien oder Russland in der jüngeren Vergangenheit gingen allesamt auf Schulden zurück, die in Fremdwährungen aufgenommen wurden. Trotz des Verbots einer direkten Monetarisierung von Staatsausgaben genießen deswegen viele Staaten ein hohes Maß an Autonomie bezüglich ihrer Zahlungsfähigkeit in ihrer nationalen Währung.

Die monetären Abhängigkeiten waren ernst gemeint

In der Eurozone ist das anders, weil der Euro so konstruiert wurde, dass er für die Mitgliedsländer wie eine privat gemanagte Fremdwährung funktioniert. Das Eurosystem, wie es sich aus den nationalen Zentralbanken der Euroländer und der EZB zusammensetzt, schließt nicht nur eine direkte Monetarisierung aus. Auch die indirekte Monetarisierung darf lediglich als geldpolitisches Mittel eingesetzt werden, also nicht dazu genutzt werden, einem Mitgliedsstaat der Eurozone, der in Zahlungsschwierigkeiten geraten ist, beizuspringen. Folglich lässt die Option indirekter Monetarisierung von Staatsanleihen

jedes Garantieverprechen vermissen, wie es die Praxis indirekter Monetarisierungen in anderen Ländern, etwa den USA, begleitet. Außerdem haben sich die Eurozonenstaaten im Stabilitäts- und Wachstumspakt vertragliche Höchstgrenzen für Neu- und Gesamtverschuldung gesetzt und damit weitere Einschränkungen ihrer Zahlungsfähigkeit auferlegt. Das Bündel dieser Regelungen und Maßnahmen destabilisiert die Zahlungsfähigkeit der Eurozonenstaaten, weil sie de facto abhängig von der Zahlungsfähigkeit und -willigkeit privater Investoren ist.¹² Länder der Eurozone müssen zunächst einnehmen, was sie ausgeben wollen, oder sich die entsprechenden Summen leihen – und zwar nicht bei ihrer eigenen Bank, sondern über Schuldanleihe-Auktionen auf transnationalen Finanzmärkten. Insofern haben die Konstruktionsprinzipien des Euro die Mitgliedsländer dieser Währung in haushaltspolitische Abhängigkeiten versetzt, die sonst nur für privatwirtschaftliche Akteure üblich sind.¹³

Dass eine derartig drastische Preisgabe monetärer Souveränität – Ingham spricht ausdrücklich von der Schaffung eines „Souveränitätsvakuums“¹⁴ – kollektiv verbindlich und ausgesprochen ernst gemeint war, also nicht gleich bei einem ersten Anflug von Turbulenzen und Finanzierungsklemmen aufgehoben werden würde, ist vielen Halterinnen und Haltern europäischer Staatsschulden erst in der Finanzkrise schockartig bewusst geworden. Nach der Einführung des Euro hatten sich die Marktbewertungen der Risikoaufschläge aller Mitgliedsländer zunächst auf dasselbe Niveau eingependelt – ein deutliches Zeichen dafür, dass die Investorinnen und Investoren von derselben Ausfallwahrscheinlichkeit der unterschiedlichen Anleihen ausgingen und als ihren Zins lediglich einen Wertausgleich der Inflation verlangten. Dass griechische wie deutsche Anleihen als gleichermaßen risikofrei galten, verrät, dass diejenigen, die solche Schuldanleihen gezeichnet hatten, offenbar von deren Absicherung durch die EZB ausgingen. Sie hingen der festen Überzeugung an, im Notfall würden die Eurostaaten monetäre Souveränität mit aller Entschlossenheit für sich reklamieren. Als dann jedoch angesichts der Finanzkrise plötzlich die ökonomische und politische Möglichkeit eines Exits von Krisenländern im Raum stand, also der eventuelle Ausfall einiger Schuldpapiere nicht mehr ausgeschlossen werden konnte, weil man sich auf den Artikel 125 AEUV berief – der im Zuge der Eurokrise vielzitierte „No-Bailout-Paragraph“ –, der jeden finanziellen Beistand unter den Mitgliedsstaaten explizit verbietet, gingen die Marktbewertungen ebenso drastisch wie rasch auseinander. Dass Staaten ihre Zahlungsverprechen in ihrer eigenen Währung nicht mehr würden bedienen können, erwies sich über Nacht als reale Möglichkeit. Faktisch hatte staatliche Kreditwürdigkeit ihren vormals besonderen Status in der Eurozone eingebüßt, wurde sie doch nicht von den potenziell grenzenlosen Zahlungskapazitäten der EZB gestützt. Die Griechenlandkrise offenbarte, dass private

Kapitalgeber unter Umständen dazu in der Lage sind, Eurozonenstaaten *in ihrer eigenen Währung* pleitegehen zu lassen. „For the nations who have adopted the Euro“, schreibt etwa der Ökonom Randall Wray, sei die monetäre Abhängigkeit nun grauer Alltag: „[it] is as if they had adopted a foreign currency“.¹⁵

Gemeinhin wird eine Verschuldung in einer Fremdwährung als wirtschaftspolitisch riskanter erachtet als eine Verschuldung in der Eigenwährung einer Volkswirtschaft, weil deren Versorgung – zumindest theoretisch – flexibler an etwaig entstehende Engpässe angepasst werden kann. Hohe Fremdwährungsschulden werden deswegen auch als „Ur-“ oder „Erbsünde“ („original sin“) bezeichnet und vor allem für den sogenannten globalen Süden als Problem identifiziert.¹⁶ Die Staaten in der Eurozone haben zumindest gemäß der Verfassung des Eurosystems bei Lichte besehen allerdings *nur noch* Fremdwährungen zur Finanzierung ihrer Ausgaben zur Verfügung und befinden sich damit in einer ähnlichen Situation.¹⁷ Über eine eigene Währung im traditionellen und strengen Sinne verfügen sie gar nicht mehr. Der transstaatliche Euro funktioniert für die einzelnen Länder der Eurozone letztlich wie eine vornehmlich *privat gemanagte Fremdwährung*.

Monetär souverän heißt, auch in Krisen zahlen zu können

Die Eurozone ist somit so etwas wie ein experimenteller Verzicht auf – in den Worten Olaf Scholz’ – ein Kernelement staatlicher Souveränität, nämlich: monetäre Souveränität im Sinne der Herausgabe einer *eigenen* Währung, die *gerade im Krisenfall* auch dann verfügbar wäre, wenn man von anderen keine Zahlungsfähigkeit zur Verfügung gestellt bekommt – oder dem kriselnden System kein Geld entziehen *will*.

Dabei geht es freilich nicht bloß um die offenbar *ernst gemeinte* Trennung von Fiskal- und Geldpolitik, also die Separierung der Geldschöpfungskapazitäten der EZB von den nationalen Haushaltspolitiken der Mitgliedsstaaten. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt setzt außerdem feste Grenzen für die Budgets und Gesamtschulden der Staaten und engt damit die Spielräume zur Herstellung staatlicher Zahlungsfähigkeit empfindlich ein. Was diese Art von Verknappung anlangt, geht Deutschland sogar noch einen Schritt weiter. Als Nachfolger Wolfgang Schäubles hat sich Olaf Scholz von Beginn seiner Amtszeit an als ein glühender Anhänger der „schwarzen Null“ gezeigt (erst unlängst gab es aufgrund innerparteilichen Widerstands erste Zeichen einer möglichen Veränderung). Die Kapitalmärkte, von den Konstrukteuren der Eurozone dazu ermächtigt, durch ihre Evaluationen staatlicher Zahlungsfähigkeit maßgeblich über Haushaltspolitik mitzuentcheiden, unterstützen diese Austeritätspolitik. Dabei wird die rigorose Spar- und

Entschuldungspolitik, also die Bemühung von Staaten, ausgeglichene Haushalte sicherzustellen oder gar Überschüsse zu erwirtschaften, von vielen Ökonominnen und Ökonomen schon länger kritisch beurteilt. Nach deren Ermessen ist eine solche Sparpolitik, gelinde gesagt, nicht nur gewagt in Zeiten destabilisierender Leistungsbilanzüberschüsse, infrastruktureller Investitionslücken, sozialpolitischer Zwangslagen und stagnierender Konjunktur. Vielmehr verkenne die Austeritätspolitik als wirtschaftspolitisches Ideal den geldmechanischen Zusammenhang zwischen Staatsschulden und Geldversorgung. Denn wie bei der Kreditvergabe und der Geldschöpfung privater Banken auch geht es bei den Entscheidungen der Zentralbank stets um Gelderzeugung oder Geldvernichtung. Geld entsteht, indem Banken gleichzeitig einen Vermögenswert und eine Verbindlichkeit – neues Geld – in ihre Bilanz eintragen. Ist dieser Vermögenswert ein Kredit, dann wird er „gelöscht“, wenn er abbezahlt ist – und genauso die Verbindlichkeiten (also das Geld), das der Bank zur Begleichung zufließt (minus der Zinsen). Genauso wie Kreditvergabe folglich immer Geldschöpfung bedeutet, läuft Kreditrückzahlung logischerweise auf Geldvernichtung hinaus. Und dieser Konnex findet sich selbstverständlich auch in der Zentralbankbilanz abgebildet: Machen Staaten keine neuen Schulden, bauen womöglich sogar ihre Schuldenlast ab, so führt dies, wie jede Rückzahlung eines Kredits, zu einer Verringerung der Geldmenge. Mithin entzieht konsequente Austeritätspolitik dem ökonomischen Stoffwechsel sozusagen von außen Liquidität, was die Rückzahlung privater Schulden wie die Finanzierung von Investitionen gleichermaßen erschwert.

Die fehlenden monetären Möglichkeiten der Euroländer, die zur Bewältigung der Finanzkrise(n) nach 2007 notwendigen Maßnahmen einzuleiten, ohne die positive Bewertung ihrer Kreditwürdigkeit durch die Märkte massiv zu gefährden, hat die EZB als Entscheidungsträger auf den Plan gerufen. Erst die ebenso unmissverständliche wie berühmte Proklamation des damaligen EZB-Präsidenten Mario Draghi, seine Behörde werde alles tun, um den Euro zu erhalten – „Whatever it takes“ – vermochte den Ausverkauf von Staatsanleihen und damit den Vertrauensverlust in die Zahlungsfähigkeit der Eurozonenstaaten abzubremesen. Die beschleunigte Transformation der globalen Bankenkrise in eine Staatsschuldenkrise hatte eine Abwärtsspirale in der Bewertung staatlicher Zahlungsfähigkeit ausgelöst, die auf den Märkten allein dadurch abgefangen werden konnte, dass die EZB glaubhaft beteuerte, notfalls unbegrenzte Zahlungsfähigkeit bereitzustellen.

Kraft des Instruments der *Outright Monetary Transactions* (OMT) ist es der EZB seit September 2012 möglich, im Krisenfall gezielt und unbegrenzt kurzfristige Staatsanleihen eines einzelnen Mitgliedsstaates auf dem Sekundärmarkt anzukaufen. Es handelte sich um

eine Maßnahme, die alleine schon durch ihre bloße Verfügbarkeit Wirkung auf die Märkte entfaltet, ohne je zum Einsatz gekommen zu sein. Ab 2015 startete die EZB allerdings im Rahmen der sogenannten *unkonventionellen Maßnahmen* ein gewaltiges Ankaufprogramm für Staatsschulden – im Eurosystem wurden bisher Anleihen mit bis zu achzig Milliarden neu geschaffener Euro monatlich monetarisiert. Im Gegensatz zum OMT folgen die Ankäufe jedoch einem festen Länderschlüssel, sodass alle Mitgliedsstaaten berücksichtigt werden und nicht nur ein einzelner. Inzwischen wurde dieses Programm kurzzeitig ausgesetzt, es soll allerdings auch unter der neuen Präsidentin der EZB wieder aufgenommen werden.

Für diese Politik des „billigen Geldes“ sieht sich die EZB viel Kritik ausgesetzt, insbesondere aus Deutschland. Wie allerdings realistische Alternative für die umfangliche Bereitstellung neuer Zahlungsfähigkeit aussehen sollten, die dennoch, genau wie EZB-Politik, einen Fortbestand des aus Bankverbindlichkeiten und Krediten bestehenden Geldes sicherstellen würden, bleibt häufig nebulös. Die Krisen seit 2007 haben genauso wie frühere Vorkommnisse solcherart verdeutlicht, dass der Stoffwechsel der Geldwirtschaft immer wieder Injektionen zusätzlicher Zahlungsfähigkeit bedarf. Insbesondere in Zeiten krisenhafter Verunsicherung kann diese nur bereitstellen, wer monetär souverän zu agieren vermag. Wenn niemand mehr unabhängig von anderen zahlen kann, sind systemische Zahlungsengpässe kaum zu überwinden. Mit der EZB fällt diese Aufgabe sowohl einer formell nicht in den politischen Willensbildungsprozess integrierten als in ihren Handlungsmöglichkeiten auch stark eingeschränkten Institution zu; ist sie doch, wie bereits erwähnt, allein dazu mandatiert, neue Zahlungsfähigkeit an private Marktteilnehmer herauszugeben. Und nicht einmal dafür scheint sie ein besonders hohes Maß an Legitimität beanspruchen zu können, wie etwa besagte Kritik an der „Politik des billigen Geldes“ zeigt.¹⁸ Dennoch hat sich das politische Eurosystem bisher weder zu einer Institutionalisierung eines weiter gefassten und robusteren geldpolitischen Mandats für die EZB noch zu einer Reform der Verfassung monetärer Souveränität in der Eurozone durchringen können.¹⁹ Die Spannungen dieses Experiments bestehen mithin fort.

Missverhältnisse, die Zweite

Wenn Olaf Scholz also erklärt, Geldschöpfung dürfe man nicht in die Hände privater Unternehmen legen, setzt er damit ein Fragezeichen hinter zwei Verfassungselemente der europäischen Geldordnung. Das erste Element betrifft nicht nur, aber eben auch die Eurozone: Im öffentlichen Diskurs (lange) unbeachtet blieb die Tatsache, dass die Herausgabe neuer Geldbeträge maßgeblich durch private Banken organisiert wird, die Kredite vergeben und Vermögenstitel erwerben, womit sie Geld schöpfen. Das basale, das

geradezu organisierende Prinzip dieser Geldschöpfung war und ist Profitabilität. Diese Art der Geldschöpfung wurde in den vergangenen Jahrzehnten nicht nur intensiv betrieben, sie hat auch zu Allokationsproblemen geführt und war häufig keineswegs in einem Sinne profitabel, der dem allgemeinen Wohlstand förderlich gewesen wäre.

Doch kommen private Firmen nicht nur bei dieser Praxis der Geldschöpfung ins Spiel. Da sich die Staaten der Eurozone dafür entschieden haben, ihre eigene Fähigkeit, via Kreditvergabe der Zentralbank Geld zu schöpfen, stark einzuschränken, hängt nun auch der Euro von der Zustimmung privater Investorinnen und Investoren ab. Damit findet sich auch die Zahlungsfähigkeit von Staaten dem Urteil jener privaten Unternehmen unterworfen, die berechtigt und bereit sind,²⁰ Staatsanleihen zu kaufen.

Die Finanzkrise und ihre Folgen haben zwei Fallstricke einer so verfassten Geldordnung zutage gefördert. Der erste ist die Funktion des Geldsystems in Zeiten aufkommender Verwerfungen auf den Finanzmärkten. Während sich anbahnender Krisen wie derjenigen im Jahre 2008 braucht es gemeinhin eines, nämlich Liquidität, das heißt neues Geld. Schulden müssen beglichen werden, die Zahlungsfähigkeit eines ganzen Systems ist wiederherzustellen und zu stabilisieren. Da es sich bei dem, was wir „Finanzsystem“ nennen, um ein weltumspannendes Netzwerk wechselseitig voneinander abhängiger Akteure handelt, die sich Geld schulden, sind solche Injektionen neuer Zahlungsfähigkeit historisch betrachtet weder unwahrscheinlich noch zu vermeiden (egal, wie man zu derartigen Maßnahmen steht). Als einige Eurostaaten sich im Dienste solcher Injektionen verschuldeten, sanktionierten die Märkte diese Absichten sowohl mit höheren Zinsforderungen als auch mit Abwertungen der Kreditwürdigkeit dieser Länder – obwohl sie sich in Euro verschuldeten und nicht etwa in anderen Währungen. Eine solche Sanktionsmacht muss man den Märkten keineswegs zugestehen, man könnte die Zinsen für Staatsanleihen etwa durch unlimitierte Aufkaufversprechen der Zentralbank auf niedrigem Niveau halten. Wir haben es zweifelsohne also mit einer politischen Entscheidung zu tun. Für sie mag es gute und schlechte Gründe geben, freilich wäre eine solche Entscheidung, das heißt die monetäre Souveränität von Nationalstaaten aufzugeben, ohne sie zumindest auf dem supranationalen Level in der Eurozone wiedereinzuführen, in jedem Fall zu benennen und publik zu machen.

Das durch Austeritätserwartungen noch verstärkte Korsett der Eurozone hat sich aber nicht nur als ein institutionelles Arrangement erwiesen, das offenkundig in gravierende Schwierigkeiten gerät, sobald Zahlungskrisen des Finanzsystems aufkommen. Es hat darüber hinaus eine zunehmend intensiver werdende Kritik an den ökonomischen und

sozialen Folgen auf sich gezogen, die dadurch entstehen, dass es keine Möglichkeit gibt, Zahlungsfähigkeit jenseits und außerhalb von Märkten sicherzustellen, die nach privater Profitlogik operieren. Das ist der zweite Fallstrick monetärer Souveränität in der Eurozone. Während private Banken die Preise von Vermögenstiteln in die Höhe getrieben haben, sah sich die EZB innerhalb ihres Mandats gezwungen, zur Erfüllung ihrer geldpolitischen Ziele wiederum die Vermögenspreisinflation zu unterstützen. Um neues Geld in die Märkte zu bekommen, kann sie allenfalls Wertpapiere (wie beispielsweise Staatsanleihen) von privaten Haltern kaufen, ihrerseits jedoch keine Investitionen direkt finanzieren. Deswegen werden nun Stimmen lauter, die eine andere Nutzung der Geldschöpfungskapazitäten der Zentralbanken fordern: vorgeschlagen werden etwa wachstumsfördernde Investitionen in den Ländern Südeuropas, wo annähernd jeder dritte Jugendliche keine Arbeit findet, oder in einen klimafreundlichen Umbau der Wirtschaft, wie es einige Varianten des derzeit vieldiskutierten *Green New Deal* mit explizit geldpolitischem Fundament vorsehen.²¹

Insgesamt sollte deutlich geworden sein, dass die ökonomisch, sozial und ökologisch folgenreichen und fragwürdigen „Privatisierungen“ monetärer Souveränität in Europa ein ebenso bedeutsames wie – im Hinblick auf breitere Öffentlichkeiten – weitgehend unterbelichtetes Themenfeld zeitgenössischer Politik darstellen. In einem letzten Teil dieser Artikelserie werden wir deshalb noch einmal einige der Fragen adressieren, die sich stellen, will man sich mit Olaf Scholz' Furcht vor Facebooks Währung *Libra* unter geld- und finanzsoziologischer Perspektive auseinandersetzen.

Endnoten

1. So etwa beim französischen Staatstheoretiker Jean Bodin, Sechs Bücher über den Staat, München 1981–1986.
2. Benjamin J. Cohen, *The Geography of Money*, New York 1998, S. 32, 34 f. Auch wenn die internationale Bedeutung des Prinzips „One Nation/One Money“ zugenommen und schließlich Eingang ins Völkerrecht gefunden hat, konnte es freilich im globalen Maßstab nie absolute Gültigkeit erlangen. Zur an Hindernissen reichen Durchsetzung nationaler Währungen siehe einschlägig Eric Helleiner, *The Making of National Money. Territorial Currencies in Historical Perspective*, New York 2003.
3. „The right to create money via the issuance of currency and the right to conduct independent exchange rate and monetary policies emerges as the lowest common denominator from the existing literature.“ Claus D. Zimmermann, *A Contemporary Concept of Monetary Sovereignty*, Oxford 2013, S. 3.
4. Bruno Bonizzi / Annina Kaltenbrunner / Jo Michell, *Monetary Sovereignty is a Spectrum: Modern Monetary Theory and Developing Countries*, in: *Real-World Economics Review* 89 (2019), S. 46–61.
5. Indem wir uns auf dieses Phänomen konzentrieren, bleiben andere Forschungen ausgeblendet, die sich ebenfalls gewissen Fragen „monetärer Souveränität“ angenommen haben, aber einem anderen Verständnis von monetärer Souveränität folgen als demjenigen, das wir favorisieren. Nach diesen Vorstellungen ist monetäre Souveränität etwa eingeschränkt, sobald nationale Ökonomien nicht mehr über Möglichkeiten zur Wechselkursanpassung verfügen, weil sie unter dem Dach der einheitlichen („one size fits all“) Geldpolitik in der Eurozone operieren. So gelang es der exportorientierten bundesrepublikanischen Wirtschaft dank eines stabilen Euro und niedrig gehaltener Lohnzuwächse mit ihren günstigeren Produkten Mitbewerber auszustechen, ohne dass die konkurrierenden nationalen Volkswirtschaften ihre Chancen durch entsprechende Wechselkursanpassungen hätten wahren können. Wolfgang Streeck hat die aus einer solchen Zwangslage entstehenden Spannungen wie folgt beschrieben: „Der europäische Süden hat einen Kapitalismustyp hervorgebracht, bei dem Wachstum vor allem von der Binnennachfrage getrieben wird, notfalls unterstützt durch Inflation, die wiederum durch einen defizitären Staatshaushalt oder durch von hoher Beschäftigungssicherheit bei umfangreicher Beschäftigung im

öffentlichen Sektor gestärkte Gewerkschaften angeschoben wird. [...] Der Preis für den so hergestellten sozialen Frieden ist ein Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit im Vergleich zu Hartwährungsländern, der aber bei monetärer Souveränität durch periodische Abwertung der nationalen Währung auf Kosten ausländischer Exportindustrien aufgefangen werden kann.“ Siehe Wolfgang Streeck, Warum der Euro Europa spaltet statt es zu einigen, in: Leviathan 43 (2015), 3, S. 365–386, hier: S. 373.

6. Geoffrey Ingham, *The Nature of Money*, Cambridge 2004, S. 188.
7. Dirk Ehnts, *Modern Monetary Theory and European Macroeconomics*, London 2017, S. 103–106. Freilich ist es im Detail etwas komplizierter. Zur Funktionsweise der kanadischen Geldordnung siehe Marc Lavoie, *A System with Zero Reserves and with Clearing Outside of the Central Bank: The Canadian Case*, in: *Review of Political Economy* 31 (2019), 2, S. 145–158.
8. Zur Funktions- und Arbeitsweise der EZB siehe Alexander Thiele, *Die Europäische Zentralbank. Von technokratischer Behörde zu politischem Akteur?*, Tübingen 2019.
9. Kenneth D. Garbade, *Direct Purchases of U.S. Treasury Securities by Federal Reserve Banks*, Federal Reserve Bank of New York Staff Report Nr. 684, New York 2014.
10. Nina Boy, *Sovereign Safety*, in: *Security Dialogue* 46 (2015), 6, S. 530–547.
11. Das heißt man unterstellt, ihre Schuldpapiere könnten zwar womöglich durch Inflation an realem Wert verlieren oder vielleicht sogar schlicht nicht zurückgezahlt werden, dann aber aufgrund einer politischen Entscheidung, nicht aufgrund von „realer“ Zahlungsunfähigkeit. Diesen Umstand bezeichnet „risikolos“ in diesem Kontext.
12. Benoît Cœuré, *Sovereign Debt in the Euro Area: Too Safe or Too Risky?*, Vortrag an der Harvard University, Cambridge, MA, 3.11.2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161103.en.html> (7.1.2020).
13. Die „rechtliche Angleichung privater und politischer Kreditwürdigkeit“ (Aaron Sahr, *Das Versprechen des Geldes. Eine Praxistheorie des Kredits*, Hamburg 2017, S. 314) wird durch Artikel 124 AEUV noch einmal verstärkt. Vgl. Jürgen Schwarze / Ulrich Becker / Armin Hatje / Johann Schoo (Hg.), *EU-Kommentar*, Baden-Baden 2009, S. 1190 f.

14. „Nowhere else are the constraints based on such inflexible, stringent rules, and nowhere else do they exist in a sovereignty vacuum.“ Geoffrey Ingham, *The Nature of Money*, S. 195.
15. Randall Wray, *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, New York 2012, S. 171.
16. Barry Eichengreen / Ricardo Hausmann. *Exchange Rates and Financial Fragility*, in: *Federal Reserve Bank of Kansas City (Hg.), Proceedings. Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, WY 1999, S. 329–368.
17. Dimitri B. Papadimitriou / L. Randall Wray, *Euroland’s Original Sin*, *Economics Policy Note Archive 12-08*, Levy Economics Institute 2012.
18. Siehe zur jüngeren Legitimitätskrise der EZB noch einmal Alexander Thiele, *Die Europäische Zentralbank*.
19. „Zum einen hat die Euro-Rettungspolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) die strukturellen Defizite der Währungsunion aufgedeckt. Zum anderen sind weder die Regierungen noch die Bürger der Euro-Mitgliedsländer dazu bereit, das gleichzeitig notwendige wie außerordentliche Handeln der EZB für künftige Fälle zu legalisieren.“ Malte Flachmeyer / Axel T. Paul, *Bridge over Troubled Waters. Die EZB, die Euro-Rettung und die Politisierung der Geldpolitik*, in: *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie* 70 (2018),1, S.495–515, hier: S. 459.
20. Diese „Bereitschaft“ existiert natürlich nicht isoliert und für sich, sondern innerhalb eines komplexen Interaktionsgefüges zwischen privaten Marktakteuren, verschiedenen Analysten und Regierungen. Die Anerkennung eines Staates als kreditwürdig und damit die Bereitschaft, Staatsanleihen in einem bestimmten Augenblick und zu einem bestimmten Preis zu erwerben, verweist auf ein Wechselspiel zwischen aufeinander Bezug nehmenden Erwartungen, Bewertungen, die sich auf teils subjektive Kategorien stützen, und Handlungen. Für eine genauere Analyse siehe Leon Wansleben, *Wie wird bewertbar, ob ein Staat zu viele Schulden hat? Finanzexperten und ihr Bewertungswissen in der griechischen Schuldenkrise*, in: *Berliner Journal für Soziologie* 21 (2011), 4, S. 495–519.
21. Siehe exemplarisch Dirk Ehnts, *Geld und Kredit: eine €-päische Perspektive*, Marburg

2016; Adair Turner, *Between Debt and the Devil. Money, Credit, and Fixing Global Finance*, Princeton, NJ / Oxford 2016; William Mitchell / Thomas Fazi, *Reclaiming the State. A Progressive Vision of Sovereignty for a Post-Neoliberal World*, London 2017; Aaron Sahr, *Keystroke-Kapitalismus. Ungleichheit auf Knopfdruck*, Hamburg 2017; Wolfgang Krumbein, *Staatsfinanzierung durch Notenbanken! Theoretische Grundlagen, historische Beispiele und aktuelle Konzeptionen einer großen Steuerungschance*, Marburg 2018; Ann Pettifor, *Die Produktion des Geldes. Ein Plädoyer wider die Macht der Banken*, Hamburg 2018; Heiner Flassbeck / Paul Steinhardt, *Gescheiterte Globalisierung. Ungleichheit, Geld und die Renaissance des Staates*, Berlin 2018; Ann Pettifor, *Green New Deal. Warum wir können, was wir tun müssen*, Hamburg 2020.

Aaron Sahr

Prof. Dr. Aaron Sahr, Wirtschaftssoziologe, ist Gastprofessor der Leuphana Universität Lüneburg und Leiter der Forschungsgruppe „Monetäre Souveränität“ am Hamburger Institut für Sozialforschung. Zu seinen Forschungsinteressen gehören die Soziologie des Geldes, Banken- und Wirtschaftstheorie, Kapitalismusgeschichte, Ungleichheit und Sozialontologie.

Friedo Karth

Friedo Karth, Politikwissenschaftler, ist Stipendiat am Hamburger Institut für Sozialforschung und Mitglied der Forschungsgruppe "Monetäre Souveränität". Seine Arbeitsschwerpunkte liegen in den Bereichen Staats- und Demokratietheorie, Politische Ökonomie sowie Geldtheorie und Geldpolitik.

Carolin Müller

Carolin Müller, M.A., ist Promotionsstipendiatin am Hamburger Institut für Sozialforschung und Teil der Forschungsgruppe "Monetäre Souveränität". Ihre Forschungsinteressen liegen im Bereich der Geldtheorien und Internationalen Politischen Ökonomie. In ihrem Dissertationsprojekt beschäftigt sie sich mit Transformationen souveräner Kreditwürdigkeit.

Dieser Beitrag wurde redaktionell betreut von Martin Bauer.

Artikel auf soziopolis.de:

<https://www.sozopolis.de/staatliche-zahlungsunfaehigkeit.html>