Finanzgruppe
Deutscher Sparkassen- und Giroverband

STANDPUNKTE
DER CHEFVOLKSWIRTE

Mehr Transparenz – Wesentliche Folge des Urteils des BVerfG

Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) über die Verfassungsbeschwerden zum Anleihekaufprogramm PSPP der EZB stellt die Politik vor schwierige Aufgaben. Die Chefvolkswirte der im DSGV zusammengeschlossenen Institute plädieren dafür, die vom Verfassungsgericht festgestellten Einwände ernst zu nehmen und gleichzeitig pragmatische Schlussfolgerungen zu ziehen. Die aufgetretene Spannungslage ist wie vom Gericht gefordert „im Einklang mit der europäischen Integrationsidee kooperativ auszugleichen und durch wechselseitige Rücksichtnahme zu entschärfen“.

- Das Bundesverfassungsgericht fordert vom Europäischen Zentralbankrat eine Erläuterung in Beschlussform, warum das Anleiheprogramm PSPP zur Geldpolitik gehört und verhältnismäßig ist und damit letztlich eine Verhältnismäßigkeitsprüfung der Geldpolitik der vergangenen Jahre. Staatsanleihekäufe werden jedoch nicht grundsätzlich verboten. Obwohl das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) bereits jetzt Erläuterungen und Abwägungen vornimmt, erachten wir eine Ausweitung und Vertiefung dieser Kommunikation als essenziell bei der Verankerung der Geldpolitik in der europäischen Gesellschaft.
- In den letzten Jahren hat das Eurosystem die Geldpolitik bereits verstärkt erörtert und gerade mit Blick auf Staatsanleihekäufe den Zusammenhang zwischen dem Ziel Preisniveaustabilität und weiteren Zielen der Wirtschaftspolitik wie Beschäftigung, Wachstum und Ersparnis dargestellt. Dieser Weg erhöhter Transparenz – der für die Akzeptanz der Geldpolitik in der Öffentlichkeit essentiell ist – muss weitergehen. Das muss allerdings aus dem ESZB selbst geschehen – neue verpflichtende Anhörungs- oder Rechtfertigungspflichten halten wir hier für nicht zielführend.

25. Mai 2020

Autoren
Uwe Burkert - LBBW
Uwe Dürkop - Berliner Sparkasse
Jochen Intelmann - Haspa
Dr. Ulrich Kater - DekaBank
Christian Lips - NORD/LB
Dr. Jürgen Michels – BayernLB
Dr. Reinhold Rickes - DSGV
Dr. Gertrud Traud - Helaba
Prof. Dr. Carsten Wesselmann - Kreissparkasse Köln

Koordinatoren
Dr. Sonja Scheffler
sonja.scheffler@dsgv.de
Dr. Holger Schulz
holger.schulz@dsgv.de

Kompetenzanmaßung und monetäre Staatsfinanzierung in der Diskussion

Aufbauend auf einem festgestellten unzureichenden Kontrollansatz des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) geht es bei der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020 um zwei Fragenkomplexe, nämlich zum ersten um den Vorwurf der Kompetenzanmaßung durch die EZB sowie zum zweiten um den Vorwurf der verbotenen monetären Staatsfinanzierung.

Der erste Vorwurf (ultra vires) lautet, die EZB betreibe mit ihren dem Anleihekaufprogramm PSPP nicht mehr nur Geldpolitik, da die Auswirkungen dieser Maßnahmen in nahezu alle Belange der Wirtschaftspolitik übergriffen (Verteilungspolitik, Sparerpolitik, Verschuldungspolitik, Innovationspolitik, Wettbewerbspolitik etc). Als europäische Institution erhält die EZB ihr Mandat in Form einer begrenzten Einzelermächtigung, hier der Ausübung der Geldpolitik, und bei einer solchen begrenzten Souveränitätsabtretung obliegt es der jeweiligen Institution, hier der EZB, jeweils zu begründen, dass sie mit ihren Maßnahmen innerhalb dieser Einzelermächtigung bleibt. Eine solche Begründung müsste insbesondere die Prüfung der Verhältnismäßigkeit der positiven (dem geldpolitischen Ziel dienenden) und negativen (andere Politikfelder betreffenden) Aspekte der Geldpolitik umfassen. Hier reichen dem BVerfG Aussagen des wissenschaftlichen Stabes oder einzelner Funktionsträger des ESZB nicht aus, sondern hier müssen die Entscheidungsgremien als verantwortliche Organe tätig werden. Nach dem Urteil des BVerfG hat eine solche Begründung nicht stattgefunden. Bundesregierung und Bundestag hätten zudem ihre Kontrollpflichten verletzt, indem sie diese Begründung nicht eingefordert haben. Daher werden sie durch das BVerfG-Urteil dazu aufgefordert, die EZB zu einer solchen Verhältnismäßigkeitsprüfung zu veranlassen.

Ultra vires: Sind EZB- Staatsanleihekäufe akzeptabel?...

Zum zweiten ging es bei dem Beschwerdeverfahren um den Vorwurf, das PSPP-Programm sei verbotene monetäre Staatsfinanzierung und als solche eine Verletzung von Art. 123 EUV. Diesen Vorwurf lehnte das Gericht für das PSPP-Programm ab. Die von der EZB aufgestellten und angewendeten Kriterien dürften zu weiteren Diskussionen über das neue Ankaufprogramm der EZB [Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)] führen.

Dass sich das BVerfG so eindeutig gegen das vorangegangene Urteil des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) wendet,liegt daran, dass das deutsche Gericht die Beantwortung der Vorlagefragen durch die Luxemburger Richter als nicht mehr nachvollziehbar und daher „objektiv willkürlich“ einstuft – wodurch der EuGH in den Augen des BVerfG selbst ultra vires handele. Der Kontrollansatz des EuGH gegenüber der EZB sei unzureichend. Dazu gehört auch, dass der EuGH die Frage des BVerfG nach den Folgen einer Staatsinsolvenz für das EZSB, insbesondere die Möglichkeit einer Verlustteilung zwischen den Mitgliedstaaten unbeantwortet ließ, weil es diese Frage als unzulässig, weil hypothetisch einstufte. Aus ökonomischer Sicht ist diese Einschätzung als „hypothetisch“ nicht haltbar, wenn man sich etwa den Teilausfall griechischer Staatsanleihen im Jahr 2012 vor Augen hält.

Mit dem Urteil des BVerfG hat erstmals ein deutsches Gericht die Rechtsprechung des EuGH offen nicht anerkannt. Die EU-Kommission hat insofern angekündigt, ein Vertragsverletzungsverfahren gegen die Bundesrepublik Deutschland prüfen zu wollen. Die tatsächliche Einleitung eines

... jetzt auch noch Vertragsverletzungsverfahren?

Vertragsverletzungsverfahrens, würde politisch in eine Sackgasse führen. Eine konstitutionelle Krise in Europa muss abgewendet werden. Sie würde weit über die Frage der Verhältnismäßigkeit der Geldpolitik der EZB und der Beteiligung der Bundesbank hinausgehen. Die Kompetenzabgrenzung zwischen den Obersten Gerichten ist keine ökonomische, sondern eine politische und juristische Fragestellung. Aus wirtschaftlicher Sicht ist hierzu lediglich festzustellen, dass ein Geflecht unklarer Rechtszuständigkeiten in Europa die Rechtssicherheit empfindlich einschränkt und in jedem Fall verhindert werden sollte. Nicht zuletzt, weil dies die Glaubwürdigkeit der Geldpolitilk an den Finanzmärkten untergraben würde.

Ultra vires Vorwurf

EU-Institutionen haben stets zu erklären, dass ihr Handeln im Einklang mit der begrenzten Einzelermächtigung steht, welche der Grundlage ihrer Tätigkeit entspricht. Die vom BVerfG im Zusammenhang mit dem PSPP-Programm geforderte Erklärung, kann und sollte durch das EZSB geliefert werden. Aus ökonomischer Sicht wäre eine solche Erläuterung machbar, und es bestehen nach unserer Auffassung gute Aussichten, plausibel darzulegen, dass sich die EZB mit ihren Instrumenten im Bereich der Geldpolitik bewegt. Solche Untersuchungen hält das Eurosystem laufend vor und das ESZB hatte auch in der Vergangenheit im Bundestag dazu Stellung bezogen. Wichtig bleibt, breite Kommunikations- und Diskussionsaktivitäten fortzusetzen und auszubauen und dabei den Zusammenhang zwischen Sicherung der Preisstabilität und anderen makroökonomischen Kennzahlen wie Wachstum, Beschäftigung, Verteilung und Ersparnis darzustellen. Das wurde durch das Eurosystem durch Mechanismen wie Diskussionen mit Parlament und Zivilgesellschaft sowie auch durch schriftliche Statements wie Berichte, Protokolle und Pressemitteilungen bereits praktiziert. Es könnte aber gerade auch mit Blick auf die Strategie-Diskussion noch weiter ausgebaut werden (bspw. durch Benennung von Hauptstadtbotschaftern aus dem Eurosystem, die jeweils in den Mitgliedstaaten zur Erklärung der Geldpolitik auch für die nationalen Parlamente zur Verfügung stehen).

Geldpolitik wirkt immer auf Preise, Wachstum, Ersparnisse etc.

Mit der Aufforderung an die Geldpolitik durch ein Verfassungsgericht, ihren europarechtlichen Verpflichtungen nachzukommen, wird nach unserer Meinung die Unabhängigkeit der Notenbank nicht untergraben – solange es hierbei lediglich um die Einhaltung der vom EU-Vertrag geforderten Prozeduren und Mechanismen geht. Eine inhaltliche Überprüfung der Geldpolitik und damit Vorschriften zur Durchführung der Geldpolitik sehen wir hiermit in keiner Weise verbunden. Die Frage ist in diesem Zusammenhang, ob das BVerfG dies über die Bundesregierung und den Bundestag der EZB und damit auch dem gesamten Eurosystem auferlegen kann. Ein Kompromiss könnte darin bestehen, dass die Bundesbank im nationalen Rahmen diese Aufgabe übernimmt. Selbst in diesem Fall sollte allerdings die EZB von sich aus, etwa wie im Rahmen der jährlich vier monetären Dialoge im Europäischen Parlament, hierzu bei wichtigen Entscheidungen auch vor nationalen Parlamenten Stellung nehmen. Das stärkt die Transparenz und verankert die Geldpolitik als Teil der gesamten nationalen und europäischen Politik stärker in den Mitgliedstaaten. Zudem passt es zu der von der EZB-Präsidentin Lagarde angekündigten Strategieüberprüfung. Wichtig bleibt, dass die bisherigen Grundlagen in den Europäischen Verträgen beachtet werden und nicht einseitig von nationalen Parlamenten neue verpflichtende Mechanismen verankert werden.

Aus unserer Sicht gehört der Ankauf von Anleihen in den Bereich der Geldpolitik. Zwar erreichen sie einen in historischem Vergleich ungewöhnlichen Umfang. Dies liegt jedoch an den ebenfalls historisch ungewöhnlichen Herausforderungen, die Zielsetzung der EZB, nämlich Preisstabilität zu erreichen – gegenwärtig noch ergänzt um eine Wirtschaftskrise von ebenfalls historischer Dimension. Von den Wirkungsmechanismen her ähneln die in der Vergangenheit eingesetzten „unkonventionellen" Maßnahmen den bis dahin verwendeten „konventionellen" Maßnahmen. Die Höhe bzw. der Umfang der Maßnahmen ist auch ein Ergebnis fehlender bzw. nicht ausreichender Maßnahmen im fiskalpolitischen Bereich. Die EZB hat in ihren Stellungnahmen auf die Abgrenzung zwischen Geldpolitik und Fiskalpolitik hingewiesen und an die Mitgliedstaaten appelliert, fiskal- und wachstumspolitische Maßnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft im Euroraum zu ergreifen. Durch die Gestaltung von Zins- und Liquiditätsbedingungen soll über verschiedene Wirkungskanäle eine Anregung von Kreditvergabe und ökonomischer Aktivität und damit der Inflationsdynamik erreicht werden, so lange wie diese Dynamik unterhalb der Zielsetzung der EZB von „nahe aber unter 2 Prozent" liegt. Prinzipiell greifen „unkonventionelle" Maßnahmen nicht anders in die Rahmenbedingungen für Wirtschaftsunternehmen und die Privaten Haushalte ein als vorherige, „konventionelle" Maßnahmen auch. Zudem werden diese Maßnahmen auch international von vielen Zentralbanken in den Währungsräumen genutzt. Das gilt insbesondere auch mit Blick auf die dominierende Weltwährung, den US-Dollar.

EZB-Ankauf von Staatsanleihen ist unkonventionelle Maßnahme

Negativzinsen und Anleihekäufe werden von EZB erklärt…

Ferner ist zu beachten, dass Zinssenkungen stets den Schuldner vor dem Gläubiger begünstigen. Sie haben über ihre Auswirkungen auf die Assetpreise auch weiterreichende verteilungspolitische Konsequenzen. Auch die Tatsache, dass die Geldpolitik an der Nullzinsgrenze operiert, ist nur im nominalen Sinn neu: negative Realzinsen und damit die so genannte „Enteignung" von Sparer-Kaufkraft gab es in früheren Phasen der Geldpolitik häufig. Eine Geldpolitik, die realwirtschaftlich neutral ist, gibt es nicht. Auch zu Zeiten der D-Mark gab es solche Diskussionen. So hob die Deutsche Bundesbank im Zuge der Vereinigung Deutschlands die Leitzinsen an – das war damals auch stark umstritten, niemand kam allerdings auf den Gedanken, hierüber das Verfassungsgericht anzurufen.

Die Wirksamkeit und Grenzen der Geldpolitik müssen immer wieder neu erklärt werden. Die Mitglieder des EZB-Rats, allen voran der Chefvolkswirt Philip Lane, haben schon in der Vergangenheit mehrfach in Reden und Publikationen die Wirkungsweise der Geldpolitik auf die Schlüsselgrößen Inflation und BIP-Wachstum dargelegt und dafür einen methodischen Hintergrund geliefert, der dem aktuellen akademischen Wissen auf diesem Gebiet entspricht. Diese Begründung ist aus unserer Sicht schlüssig.

… und Erklärungen müssen verstärkt werden

Aktuell ist Corona-bedingt ein Anstieg der Neuverschuldungen und Emissionen von Staatschuldtiteln zu verzeichnen. Das ist – auch wenn damit Schlüsselgrößen wie der Kauf von Staatsanleihen von Staaten gemäß ihrer Kapitalquoten aktuell nicht eingehalten werden – angesichts der Krise hinnehmbar, wie wir es in der Anlage verdeutlicht haben. Allerdings ist das PEPP, um das es in Karlsruhe (noch) nicht ging, nach Art und Umfang dazu geeignet, neue Klagen vor dem BVerfG hervorzurufen. Beim PEPP ist im Gegensatz zum PSPP die Ausrichtung am Kapitalschlüssel des Eurosystems noch flexibler und enthält zudem Ausnahmen für schlechte Bonitäten und kurzfristige Schuldtitel. Wir betrachten dieses Programm als Notfallmaßnahme zur Stabilisierung von Wirtschaft und Finanzmärkten in der größten Rezession seit einem Jahrhundert. Bei seiner Ausgestaltung sollte auf die

Vereinbarkeit mit den Grundsätzen verbotener monetärer Staatsfinanzierung geachtet werden. Mit fortschreitender wirtschaftlicher Erholung sollte dieses Programm beendet werden.

Kritisch an der gegenwärtigen Geldpolitik sehen wir nicht die Richtung, sondern das Ausmaß. Wir bezweifeln die Grenzeffektivität immer neuer Maßnahmen, sondern sehen die Notwendigkeit – wie bereits an anderer Stelle dargestellt – von entsprechenden fiskalpolitischen Maßnahmen auf europäischer wie nationaler Ebene. Wir sehen die Geldpolitik am Ende ihrer Möglichkeiten, mit Ausnahme von Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems wie in der akuten Wirtschaftskrise. Diese Aussage ist jedoch unserer Meinung nach ökonomischer Kategorie, nicht verfassungsrechtlicher.

Corona-Pandemie ist Ausnahme!

Unabhängig von solchen aktuellen Entwicklungen ist es für uns wesentlich, mit welcher Langfristkonzeption die Notenbanken vorgehen. Ganz zentral ist dabei, dass eine zeitliche Perspektive zu den gegenwärtigen Maßnahmen gegeben wird. Die EZB gibt solche Hinweise über ihre Forward Guidance. Demnach werden die Nettokäufe des PSPP kurz vor Beginn der ersten Zinserhöhung enden und die Wiederanlage der Fälligkeit einige Zeit danach. Zu beachten bleibt, dass die EZB die Laufzeit ihrer Programme nicht im Vorhinein bestimmen kann, da dies die Effektivität ihrer Maßnahmen beeinträchtigen würde. Sämtliche „Kollateralschäden“ dieser Geldpolitik können und sollten Gegenstand einer Begründung und Abwägung ihrer Politik durch das ESZB selber sein. Nach dem Stand der wissenschaftlichen Forschung zu diesen Gebieten bestehen gute Chancen, dass eine solche Begründung auch juristischen Maßstäben standhält.

Vorwurf verbotener monetärer Staatsfinanzierung

Als institutionelle Vorkehrung gegen das Auftreten einer unsoliden Haushaltspolitik und zudem hoher Inflationsraten enthält der Europäische Vertrag das Verbot von Kreditfazilitäten für sowie den direkten Erwerb von Schuldtiteln von staatlichen Einrichtungen (Art. 123 EUV). Demgegenüber ist der Kauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt ein Standardinstrument der Geldpolitik, das in der Vergangenheit von verschiedenen Notenbanken in unterschiedlichem Umfang Anwendung gefunden hat. Es ist zu beurteilen, wann Anleihekäufe im Rahmen der Geldpolitik durch Umfang oder Regelmäßigkeit oder andere Eigenschaften in verbotene monetäre Staatsfinanzierung übergehen. Dabei sind die Kriterien, nach denen das Gericht den Vorwurf der verbotenen monetären Staatsfinanzierung geprüft hat, aus ökonomischer Sicht zwar sinnvoll, jedoch nicht erschöpfend. Formalismen wie Haltedauer, Ankündigungen und Sekundärmarktkäufe sind wichtige Kriterien. Der Katalog bedarf jedoch einer Erweiterung um ökonomische Kriterien, etwa der Verlässlichkeit geldpolitischer Ankäufe oder der Reaktion von Marktpreisen auf Bonitätsverschlechterungen.

Kauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt international normal

Das BVerfG hat im PSPP-Programm keine verbotene monetäre Staatsfinanzierung erkannt. Dem stimmen wir zu. Die Entscheidung zur Schuldenaufnahme und die Entscheidung zur Übernahme von Anleihen auf die EZB-Bilanz sind nach wie vor zwei unabhängige Vorgänge.

Wenn die EZB in einer Erweiterung ihrer Anleiheprogramme Titel mit geringerer Bonität ankaufen will, so sollten dafür durch den Europäischen Haushalt Mittel/Garantien bereitgestellt werden, die zur Absorbierung möglicher Verluste der EZB geeignet sind. Bei Käufen oberhalb des Kapitalschlüssels sollten zur Risikominderung durch das betreffende Land ebenfalls Finanzmittel bereitgestellt werden.

Künftige Geldpolitik im Euroraum

Aus unserer Sicht sollte die Geldpolitik im Euroraum sich auch künftig daran orientieren, ihre Inflationsnorm langfristig zu erreichen. Dazu gehören derzeit extrem niedrige Zinsen auch als Konsequenz von Staatsanleihekäufen. Auch die EZB könnte jedoch aus einer solchen Abwägung Schlussfolgerungen ziehen, wie weit Geldpolitik eigentlich gehen darf. Im Rahmen der gegenwärtig anstehenden Überprüfung der geldpolitischen Strategie könnte die EZB sich auch zu dieser Frage äußern. Das wäre noch nicht einmal ausschließlich an die Adresse der Rechtsprechung, sondern an die Adresse der Öffentlichkeit gerichtet. Wenngleich die vom BVerfG festgestellten breiten Auswirkungen der Geldpolitik aus unserer Sicht juristisch nicht angreifbar sind, so ist eine Zentralbank bei aller Unabhängigkeit auf den Rückhalt aus der Gesellschaft angewiesen. Hier zu erklären wie Geldpolitik funktioniert, warum geldpolitische Maßnahmen ergriffen werden und welche Alternativen es gäbe, ist wichtiger denn je.

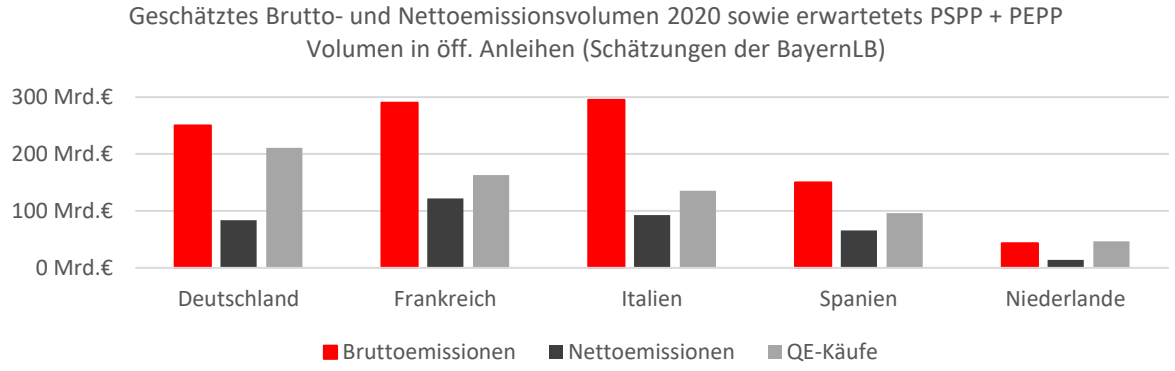
Breite gesellschaftspolitische Aufgabe: Verständnis für Geldpolitik verbessern

Sowohl beim Zinsinstrumentarium als auch bei den quantitativen Maßnahmen sind nach unserer Meinung die Möglichkeiten der Geldpolitik weitgehend ausgereizt. Das neueste Anleihekaufprogramm (PEPP) erachten wir als Krisenstabilisierungsprogramm, das mit Abflauen der Krise schnellstens abgebaut werden sollte.

Nach der Corona-bedingten Rezession, deren Folgen noch ein bis zwei Jahre spürbar sein dürften, muss die europäische Finanzpolitik eine Entscheidung darüber treffen, wie eine nachhaltige Konsolidierung der nach Corona nochmals erhöhten Schuldenlasten in den öffentlichen Haushalten erreicht werden kann. Mögliche Strategien sind Wachstumsförderung und Haushaltskonsolidierung, wahrscheinlich mit der Unterstützung durch negative Realzinsen. Fehlt es an einer solchen Perspektive, so ist der Euroraum auch aus ökonomischer Sicht dem Zustand der verbotenen monetären Staatsfinanzierung gefährlich nahegekommen. Insofern bleibt es entscheidend, jetzt schon mit Blick auf die Zeit nach Corona wieder die fiskalpolitischen Regeln ernst zu nehmen. Die Balance von Eigenverantwortung, europäischer Solidarität und ein nachhaltiger Schuldenabbau werden in diesem Jahrzehnt die integrationspolitischen Debatten in Europa bestimmen.

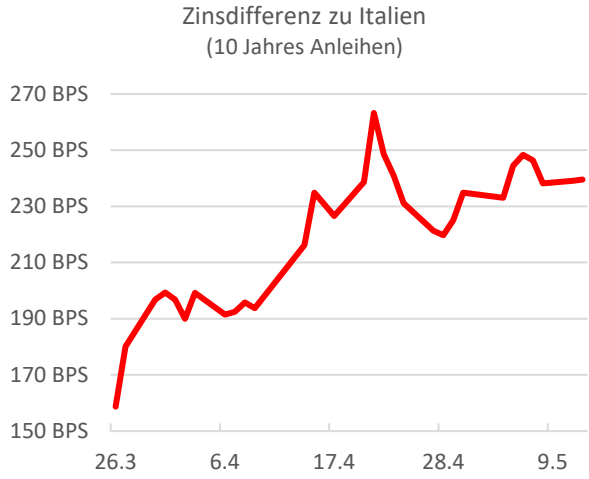
Anhang

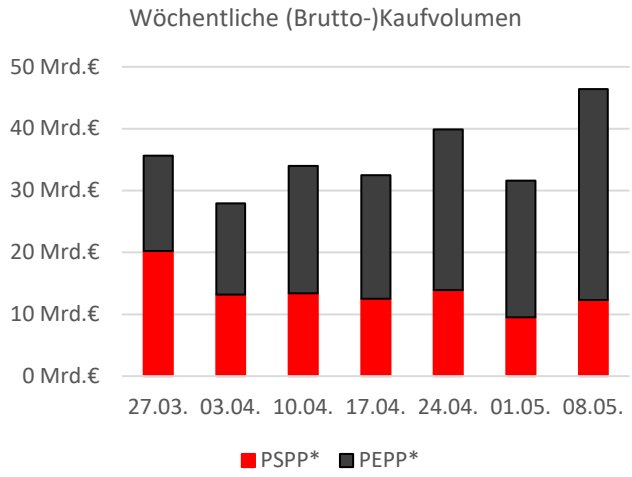
Die erhöhten Corona-bedingten Neuverschuldungen führen zu einem höheren Emissionsvolumen der Mitgliedstaaten im Euroraum. Die erhöhten EZB-Staatsanleihekäufe treffen somit ein höheres Volumen und können damit von der EZB nachgefragt werden.



Quelle: EZB, BayernLB Research

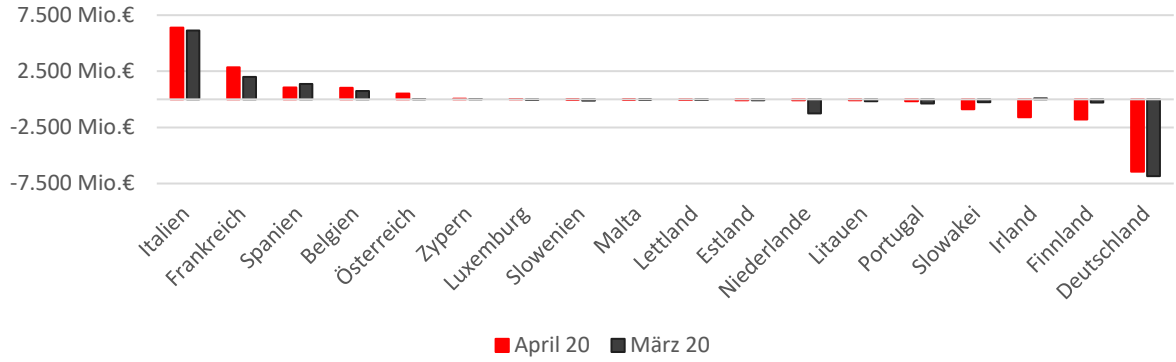
Zwar hat sich die Zinsdifferenz zu Italien während der Corona-Krise erhöht. Sie hat aber noch nicht ein Ausmaß erreicht, wie in der Finanz- und Staatsschuldenkrise 2009. Durch die Steigerung der EZB-Staatsanleihekäufe konnte die Steigerung der Zinsdifferenz zwischen Deutschland und Italien bislang begrenzt werden.





Quelle: Bloomberg, EZB, BayernLB Research

Durch die erhöhten Staatsanleihekäufe nehmen die Ungleichgewichte im Europäischen Währungsraum zu. Neben wieder zunehmenden TARGET-Salden sind hier die Abweichungen vom EZB-Kapitalschlüssel festzustellen, die aber angesichts der Krise akzeptabel sind.



Quelle: BayernLB

*Public Sector Purchase Programme und Pandemic Emergency Purchase Programme

Disclaimer

Das vorliegende Positionspapier der Chefvolkswirte entspricht nicht notwendigerweise der Haltung der DekaBank oder der Haltung der jeweiligen Landesbanken und Sparkassen.

Impressum

Herausgeber
Deutscher Sparkassen- und Giroverband
Abteilung Volkswirtschaft, Finanzmärkte und Wirtschaftspolitik
Charlottenstraße 47 10117 Berlin
Telefon: 030 20225-5303
DSGV-Volkswirtschaft@DSGV.de
www.DSGV.de

Redaktionsschluss dieser Ausgabe
22. Mai 2020

Gestaltung
Franz Metz, Berlin

Bildnachweis
Pixabay/homer0922

Verantwortlich
Pia Jankowski – DSGV
Direktorin
Leitung Volkswirtschaft, Finanzmärkte und Wirtschaftspolitik
Pia.Jankowski@DSGV.DE

Dr. Reinhold Rickes – DSGV
Abteilungsdirektor
Leitung Volkswirtschaft
Reinhold.Rickes@DSGV.DE

Hinweis
Alle Publikationen dieser Reihe finden Sie unter
https://www.dsgv.de/positionen.html#standpunkte

ISSN
2509-3851