



**Unbeugsam:**  
EZB-Präsidentin Christine Lagarde  
pocht auf ihr Mandat.  
Dem Bundesverfassungsgericht sei  
sie nicht verantwortlich.  
Ganz ignorieren kann sie die  
Herausforderung durch die Richter  
um Andreas Voßkuhle nicht.

Fotos laif, dpa

# Gefahr für die Unabhängigkeit der Notenbank

Peter Bofinger, Martin Hellwig, Michael  
Hüther, Monika Schnitzer,  
Moritz Schularick, Guntram Wolff

Das am 5. Mai ergangene Urteil des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) zur Geldpolitik der EZB betrifft nicht nur das Verhältnis Deutschlands zur Europäischen Zentralbank (EZB) und zum Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH), sondern auch die Verfassung der Geldpolitik. Das Gericht verabschiedet sich von der deutschen Tradition, dass Geldpolitik von einer unabhängigen Zentralbank betrieben wird, die nur dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist. Vieles von dem, was die Deutsche Bundesbank früher gemacht hat, wäre nach der Logik des Gerichts nicht mit dem Grundgesetz vereinbar.

Wir halten das für problematisch. Diese Aussage ist nicht als Zustimmung zur Geldpolitik der EZB zu interpretieren. Einige unter uns sehen verschiedene Aspekte dieser Politik kritisch. Wir alle sind aber besorgt, dass das Urteil des BVerfG die verfassungsrechtlichen Grundlagen der Unabhängigkeit der Zentralbank und ihres Preisstabilitätsmandats untergräbt.

Nach Auffassung des Verfassungsgerichts verletzt die EZB mit dem 2015 eingerichteten Ankaufprogramm für Staatsanleihen (Public Sector Purchase Programme, PSPP) die Grenzen, die die Europäischen Verträge ihr gesetzt haben. Ein derartiges Handeln ultra vires, jenseits der von den nationalen Gesetzgebern in den Verträgen ausgesprochenen Ermächtigungen, dürfe nicht zugelassen werden, sonst würden die Grundrechte deutscher Bürger verletzt. Das Gericht bestreitet nicht grundsätzlich das Recht der EZB zur Durchführung eines solchen Programms. Immerhin sieht Art. 18 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der EZB ausdrücklich ein uneingeschränktes Recht der Zentralbanken zum Kauf von börsengängigen Wertpapieren, auch Staatsanleihen, vor. Es moniert aber, die EZB habe die Verhältnismäßigkeit des Programms nicht hinreichend dargelegt. Bundesregierung und Bundestag müssten auf eine Verhältnismäßigkeitsprüfung durch den EZB-Rat hinwirken. Sollte das nicht zu einem befriedigenden Ergebnis führen, so dürfte die Bundesbank nicht weiter an diesem und ähnlichen Programmen teilnehmen; sie soll also ihrer vertraglichen Pflicht zur Ausführung der EZB-Ratsbeschlüsse nicht mehr nachkommen.

Dazu schreibt das Bundesverfassungsgericht: „Verhältnismäßigkeit eines Programms ... setzt neben seiner Eignung zur Erreichung des angestrebten Ziels und seiner Erforderlichkeit voraus, dass das währungspolitische Ziel und die wirtschaftspolitischen Auswirkungen benannt, gewichtet und gegeneinander abgewogen werden.“ Es fordert konkret, „die Auswirkungen zu erfassen, die ein Ankaufprogramm für Staatsanleihen etwa für die Staatsverschuldung, Sparguthaben, Altersvorsorge, Immobilienpreise, das Überleben wirtschaftlich nicht überlebensfähiger Unternehmen hat, und sie – im Rahmen einer wertenden Gesamtbetrachtung – zu dem ... währungspolitischen Ziel in Beziehung zu setzen“.

Das Gericht argumentiert im Kern wie folgt: (1) Die Aufgaben der EZB liegen im Bereich der Währungspolitik; Wirt-

schaftspolitik ist den Mitgliedstaaten vorbehalten. (2) Das PSPP hat Nebenwirkungen, die dem Bereich der den Mitgliedstaaten vorbehaltenen Wirtschaftspolitik zuzurechnen sind. (3) Da die Nebenwirkungen des PSPP dem Bereich der Wirtschaftspolitik zuzurechnen sind, in dem die EZB eigentlich nichts zu suchen hat, hätte die EZB darlegen müssen, ob die mit dem PSPP verbundenen Nebenwirkungen im Bereich der Wirtschaftspolitik dem Verhältnismäßigkeitsprinzip genügen. (4) Auch der Europäische Gerichtshof hätte eine solche Verhältnismäßigkeitsprüfung vornehmen müssen, als er sich in einer früheren Phase des Verfahrens zur Vorlage des BVerfG zum PSPP äußerte. Da er das versäumt habe, sei seine „Auslegung der Verträge nicht mehr nachvollziehbar und objektiv willkürlich“, sein Urteil selbst ein Handeln ultra vires.

Der Sprachgebrauch des Gerichts ist merkwürdig. Es spricht von „wirtschaftspolitischen Auswirkungen“, konkretisiert das aber nicht im Sinne von Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik, sondern im Sinne von wirtschaftlichen Auswirkungen auf Staatsverschuldung, Sparguthaben, Altersvorsorge, Immobilienpreise und das Überleben von Unternehmen. Der Ausdruck „wirtschaftspolitische Auswirkungen“ bezieht sich darauf, dass die aufgeführten wirtschaftlichen Auswirkungen nach Auffassung des Gerichts zur Domäne der Wirtschaftspolitik gehören. Da nach dem Vertrag die Wirtschaftspolitik den Mitgliedstaaten vorbehalten ist, vermutet es ein Ultra-vires-Handeln und verlangt eine Verhältnismäßigkeitsprüfung.

Diese Analyse hat zwei große Schwächen. Zum einen sind die Vorstellungen der Verfassungsrichter über die Trennung von Wirtschaftspolitik und Währungspolitik problematisch. Zum anderen fehlen die Maßstäbe für die vom Gericht geforderte „wertende Gesamtbetrachtung“. Diese Forderung des Bundesverfassungsgerichts steht im Widerspruch zum Vertrag, zum Maastricht-Urteil des Gerichts selbst und zu der gerade in Deutschland über Jahrzehnte hochgehaltenen Tradition der nur dem Ziel der Preisstabilität verpflichteten unabhängigen Zentralbank.

Der Versuch des BVerfG, Wirtschaftspolitik und Währungspolitik kategorisch zu trennen, ist zum Scheitern verurteilt. Währungspolitische Maßnahmen haben immer auch „wirtschaftspolitische Auswirkungen“. Änderungen von Zinsen und Wechselkursen gehören zu den normalen Wirkungen jeglicher Geldpolitik. Zinsänderungen beeinflussen die Attraktivität von Immobilien und anderen Investitionsgütern, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und die Beschäftigung. Gerade diese Wirkungen sorgen für den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Preisstabilität.

Nun wird die Unterscheidung von Währungspolitik und Wirtschaftspolitik durch die Europäischen Verträge vorgegeben, auch die Trennung der Zuständigkeiten an EZB und Mitgliedstaaten. Die Verträge sagen aber nicht, dass man diese Trennung an den Wirkungen von Maßnahmen festmachen muss, wie das Bundesverfassungsgericht verlangt. Man kann die Trennung auch auf die Maßnahmen selbst, die verfolgten Ziele und die eingesetzten In-

strumente beziehen; das ist der Ansatz des EuGH, den das BVerfG als „objektiv willkürlich“ abkanzelt. Danach wären Erhöhungen der Staatsschulden als wirtschaftspolitische Maßnahmen den Mitgliedstaaten vorbehalten, obwohl diese Maßnahmen auch Nebenwirkungen auf Geldwesen und Inflation haben können; Erhöhungen der Zentralbankgeldmenge durch Staatsanleihekäufe dagegen wären als währungspolitische Maßnahmen den Zentralbanken vorbehalten, obwohl sie notwendigerweise Nebenwirkungen auf die Rahmenbedingungen zum Beispiel der Staatsschuldenpolitik haben.

Die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der EZB, die ein integraler Teil des Vertrags ist, spezifiziert die den Zentralbanken zur Verfügung stehenden Instrumente, ohne mögliche Nebenwirkungen des Gebrauchs dieser Instrumente auf andere die Wirtschaftspolitik interessierende Bereiche zu thematisieren. Für die Vorstellung, dass die beim Gebrauch dieser Instrumente zu erwartenden Nebenwirkungen die Vermutung eines Ultra-vires-Handelns begründen und insofern eine Verhältnismäßigkeitsprüfung erforderlich machen, gibt die Satzung keinen Anhaltspunkt.

Die Ausführungen der Verfassungsrichter zu dieser Prüfung betreffen allerdings weniger das behauptete Ultra-vires-Handeln als solches als vielmehr die wirtschaftlichen Wirkungen des PSPP-Programms. Inhaltlich geht es weniger um die vermuteten Überschreitungen von Kompetenzgrenzen als die Beurteilung der wirtschaftlichen Folgen. Das Gericht schenkt den Wirkungen auf die Staatsverschuldung besondere Aufmerksamkeit. Es folgt dem EuGH in der Einschätzung, dass das PSPP nicht als verbotene monetäre Staatsfinanzierung einzuordnen ist, macht aber geltend, dass die Senkung des allgemeinen Zinsniveaus, zu der das Programm beigetragen hat, die Staatshaushalte der Mitgliedstaaten entlastet; diese Wirkung sieht es kritisch.

Die inhaltliche Kritik einer Maßnahme begründet nicht ohne weiteres die Einschätzung, dass eine Kompetenzüberschreitung vorliegt. Wenn die der Sache nach unvermeidliche Wirkung der Geldpolitik auf das Zinsniveau und damit auf die Staatshaushalte der Mitgliedstaaten als Indiz für ein Ultra-vires-Handeln gelten soll, so muss die Kritik gleichermaßen auf Zinserhöhungen wie auf Zinssenkungen anzuwenden sein. Die Einschätzung, ob eine Kompetenzüberschreitung vorliegt oder ob diese als verhältnismäßig anzusehen ist, darf nicht davon abhängen, ob einem die Maßnahme gefällt oder nicht.

Jedoch ist – auch aus dem Urteil – nicht ersichtlich, nach welchen Maßstäben die

Einschätzung zu erfolgen hätte. Wie sollten die EZB oder der EuGH die vermeintlichen Kompetenzüberschreitungen werten und in Beziehung setzen zu dem im Vertrag selbst gesetzten Ziel der Preisstabilität? Können sie das überhaupt, und woher nehmen sie die Legitimation für die erforderlichen Wertungen? Indem es nicht die „wirtschaftspolitischen“, sondern die wirtschaftlichen Auswirkungen zum Gegenstand der Verhältnismäßigkeitsprüfung macht, entzieht das Bundesverfassungsgericht sich diesen Fragen. Aber eine Prüfung und Wertung der wirtschaftlichen Auswirkungen des PSPP wirft Probleme auf. Eine solche Prüfung erfordert (i) eine systematische Erfassung und Gewichtung dieser Wirkungen im Verhältnis zueinander und (ii) eine Gewichtung im Verhältnis zum Ziel der Preisstabilität. Die für die Verhältnismäßigkeitsprüfung vom BVerfG geforderte „wertende Gesamtbetrachtung“ müsste grundsätzlich eine Aussage des Inhalts zulassen, dass einerseits das PSPP im Hinblick auf das Ziel der Preisstabilität geeignet und erforderlich sei, andererseits aber die Nebenwirkungen etwa auf Sparer, die keine Zinseinkommen mehr erzielen, so sehr ins Gewicht fallen, dass man von der Durchführung des Programms Abstand nehme. Für die dazu erforderliche Gewichtung fehlen jegliche Maßstäbe.

Eine solche Aussage stünde auch im Widerspruch zu den Europäischen Verträgen. Diese verlangen, dass Geld- und Wechselkurspolitik „beide vorrangig das Ziel der Preisstabilität verfolgen und unbeschadet dieses Zieles die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union ... unterstützen sollen“ (Art. 119 AEUV, fast gleichlautend Art. 127 AEUV). Der Vertrag gibt dem Ziel der Preisstabilität Vorrang vor allen anderen Erwägungen (im Unterschied zu den Vereinigten Staaten, wo auch eine hohe Beschäftigung als Ziel der Geldpolitik genannt wird). Anderweitige wirtschaftliche Wirkungen währungspolitischer Maßnahmen dürfen nur insofern berücksichtigt werden, wie dies ohne Schaden für das Ziel der Preisstabilität geschehen kann.

Im Zusammenhang mit dem PSPP hat die EZB das Ziel der Preisstabilität präzisiert als „unter, aber nahe bei 2 Prozent“. Sowohl der EuGH als auch das Verfassungsgericht haben diese Präzisierung akzeptiert. Beide haben auch die Erklärung der EZB akzeptiert, dass und warum die seit 2015 verfolgte Geldpolitik geeignet und erforderlich war, um dieses Ziel zu verfolgen. Die darüber hinausgehende Forderung des BVerfG nach Berücksichtigung von Nebenwirkungen dieser Politik ist mit dem Vertrag nicht vereinbar.

Diese Forderung ließe sich auch nicht ohne Verletzung des vom Gericht beschworenen Demokratieprinzips erfüllen. In seinem Maastricht-Urteil 1993 führte das Bundesverfassungsgericht aus,

die Zuständigkeit für die Geld- und Währungspolitik sei ein wesentlicher Teil der nationalen Souveränität und dürfe eigentlich nicht an eine supranationale Institution übertragen werden. Die im Maastricht-Vertrag vorgesehene Übertragung an die EZB sei gleichwohl zulässig, denn die EZB werde unabhängig sein und nur dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet, einem Ziel, über dessen Angemessenheit es keinen Zweifel gebe. Dem Gericht war damals bewusst, dass eine Berücksichtigung mehrerer Ziele nebeneinander eine Gewichtung erfordere, dass eine solche Gewichtung auf politischen Wertungen beruhe und dass solche Wertungen der Legitimation durch die demokratisch gewählten Instanzen bedürfen. Heute verlangt es, dass die EZB – oder der EuGH – solche Wertungen vornimmt.

In diesem Zusammenhang lohnt es sich, auf die Jahrzehnte vor dem Maastricht-Vertrag zurückzublicken. Jeweils 1973/74, 1980/82 und 1991/92 hob die Bundesbank die Zinsen deutlich an, um die Inflation zu bekämpfen. Der nachfolgende Übergang in die Rezession kam schneller und härter als in anderen Ländern, wo die Zentralbanken weniger radikal vorgingen. Die Arbeitslosigkeit stieg dramatisch an, in einer Größenordnung von 500.000 bis 1 Million. Die Gewerkschaften kritisierten, dass die Bundesbank die Wirkungen ihrer Politik auf die Arbeitslosigkeit nicht berücksichtigte. Die Bundesbank betonte immer wieder, nach dem Bundesbankgesetz sei sie nur dem Mandat der Preisstabilität verpflichtet. Eine Berücksichtigung anderer Ziele komme nicht in Frage.

Damals entzog die Verbindung von Preisstabilitätsmandat und Unabhängigkeit der Geldpolitik dem Spiel der politischen Kräfte, auch der Einflussnahme der Tarifparteien und ihrer Verbündeten in der Politik, ganz im Sinne dessen, was das Bundesverfassungsgericht dann 1993 in seinem Maastricht-Urteil schrieb. Die übrigen Beteiligten, Tarifparteien, Bundesregierung und Bundestag, mussten die Politik der Bundesbank als Rahmenbedingung für ihr eigenes Handeln als gegeben hinnehmen. Nach der Logik des jetzigen Verfassungsurteils hätte die Bundesbank prüfen müssen, ob die zum Kampf gegen die Inflation durchgeführten geldpolitischen Maßnahmen nicht die Grundrechte von Arbeitnehmern und Gewerkschaften auf unverhältnismäßige Weise beeinträchtigen, etwa durch Einengung des Spielraums für die Ausübung der Tarifhoheit.

Für diese Einordnung des Urteils ist unerheblich, dass es damals um die Bekämpfung von Inflation ging und heute um die Bekämpfung von Deflation. „Preisstabilität“ enthält beides, und die Erfahrung der Inflation von 1923 und der Deflation von 1931 zeigt, dass beides benötigt wird. Arbeitnehmer und Beschäftigung, Gewerkschaften und Tarifhoheit kommen im jetzigen Urteil nicht vor. Dieses nennt nur Anliegen deutscher Kritiker der EZB.

Wenn man aber verlangt, dass die EZB über die Preisstabilität hinaus auch andere Anliegen berücksichtigt, so wird man die Anliegen der Arbeitnehmer nicht übergehen dürfen, auch nicht die Anliegen von Betroffenen in anderen Mitgliedstaaten der EU. Schließlich geht es um eine einheitliche Geldpolitik für die ge-

samte Währungsunion. Je mehr Anliegen man hier einbezieht, desto problematischer werden aber die erforderlichen Wertungen und Gewichtungen. Dem haben die Gesetzgeber des Bundesbankgesetzes und des Maastricht-Vertrags vorgebaut, indem sie die Preisstabilität zum alleinigen Mandat der Zentralbanken erklärten.

Natürlich hat Geldpolitik immer auch Verteilungseffekte. Das Ausklammern dieser Effekte war und ist aber ein wesentlicher Aspekt der Übertragung der Geldpolitik an eine unabhängige Institution mit dem alleinigen Mandat der Preisstabilität. Die Verteilungskonflikte müssen an anderer Stelle austariert werden. Für die Bewertung der verschiedenen Verteilungseffekte fehlt der Zentralbank die politische Legitimation; im Übrigen würde das Ziel der Preisstabilität verwässert. Auch die Gerichte können die hier erforderlichen Wertungen nicht vornehmen.

Mit den Gründen für die Unabhängigkeit der Zentralbank hat sich das Bundesverfassungsgericht in seinen Urteilen kaum befasst. Im Maastricht-Urteil ist die Rede davon, dass es gut wäre, „das Währungswesen dem Zugriff von Interessengruppen und der an einer Wiederwahl interessierten politischen Mandatsträger zu entziehen“. Da scheint es mehr um den Schutz vor einer Korruption von Wahlen zu gehen als um den Schutz des Vertrauens in die Stabilität des Geldwerts.

Wir brauchen aber die Unabhängigkeit der Zentralbank, damit die Geldpolitik nicht zum Spielball des täglichen politischen Geschäfts wird, zu Lasten derer, die Geld und andere Nominalwerte halten, ohne Rechtsanspruch auf die Stabilität des Geldwerts. Aus demselben Grund brauchen wir auch die Ausschließlichkeit des Preisstabilitätsmandats. Die Argumentation des Bundesverfassungsgerichts untergräbt beides, die ausschließliche Bindung der Zentralbank an das Mandat der Preisstabilität und ihre Unabhängigkeit, mit schädlichen Wirkungen nicht nur für die EZB, sondern auch für die Deutsche Bundesbank und die Stabilität unserer Währung.

**Peter Bofinger** ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Würzburg und war von 2004 bis 2019 Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

**Martin Hellwig** ist Direktor (em.) am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn.

**Michael Hüther** ist Direktor des Instituts der deutschen Wirtschaft (IW) in Köln.

**Monika Schnitzer** ist Professorin für Volkswirtschaftslehre an der Universität München und Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

**Moritz Schularick** ist Professor für Makroökonomik an der Universität Bonn.

**Guntram Wolff** ist Direktor des wirtschaftspolitischen Instituts Bruegel in Brüssel.