



## Die europäische Zentralbank – Preis(niveau)stabilität durch Institutionalisierung und Recht

Von Prof. Dr. Dr. Volker Boehme-Neßler

Eine funktionierende Volkswirtschaft braucht Preisstabilität. Sie ist von großer Bedeutung für den sozialen Frieden und die Funktionsfähigkeit der Marktwirtschaft. Die spannende Frage lautet also: Wie erreicht man ein stabiles Preisniveau und eine niedrige Inflationsrate? Die einfache Antwort lautet: durch eine kluge Politik, die bestimmte Instrumente mit Augenmaß einsetzt. Sowohl das Grundgesetz als auch die europäischen Verträge wollten sich darauf nicht verlassen. Sie haben eine Institution eingesetzt, die sich - rechtlich gebunden - um das Ziel der Preisstabilität kümmern sollte – die Bundesbank und die europäische Zentralbank.

### Von der Bundesbank zur EZB

1957 errichtete Deutschland die Bundesbank als Zentralbank. Damit kam die Politik dem Auftrag des Grundgesetzes nach, das eine Währungs- und Notenbank gefordert hatte. Der Vertrag von Maastricht schuf 1993 die Grundlagen für eine Wirtschafts- und Währungsunion. Das politische Ziel war, die europäische Integration weiter voranzutreiben.

Aus den nationalen Zentralbanken wurde ein europäisches System der Zentralbanken. Im Zentrum steht seitdem die europäische Zentralbank (EZB), der institutionelle Kern der europäischen Währungsunion. Sie nimmt die klassischen Aufgaben einer Zentralbank wahr. Ihr Hauptziel ist die Preisniveaustabilität. Das Nebenziel besteht darin, auf eine ausgeglichene konjunkturelle Entwicklung in Europa hinzuarbeiten und eine Rezession zu vermeiden. Beiden Zielen gerecht zu werden, ist die hohe Kunst der Notenbanker.

### Unabhängigkeit

Das Alleinstellungsmerkmal der Bundesbank war ihre **Unabhängigkeit von der Politik**. Ohne, dass die Verfassung das gefordert hätte, hat der Gesetzgeber – nach längerem politischen Streit - im Bundesbankgesetz ausdrücklich festgelegt, dass die deutsche Zentralbank von Weisungen der Bundesregierung unabhängig ist.

Diese Unabhängigkeit wird vielfach als wichtiger Faktor für den Erfolg der Bundesbank angesehen. Zahlreiche Studien und empirische Erkenntnisse zeigen, dass die Unabhängigkeit einer Zentralbank die Preisstabilität sehr fördert. Ganz **unwidersprochen bleibt das allerdings in jüngster Zeit nicht mehr**. Starker politischer Druck aus Deutschland hat dazu geführt, dass die EZB ebenfalls als unabhängiges Organ konzipiert wurde. Weder sie als Institution noch ein Mitglied ihrer Gremien darf Weisungen von europäischen Institutionen oder nationalen Regierungen entgegennehmen. Nicht alle Mitgliedstaaten waren damit einverstanden. Immerhin verlieren die Regierungen dadurch Einfluss auf die Preispolitik. Am Ende konnte sich die unpolitische, technokratisch geprägte Stabilitätskultur der Deutschen aber durchsetzen.

Allerdings ist Unabhängigkeit nur zum Teil eine Frage der rechtlichen Garantie. Genauso wichtig ist die psychische Unabhängigkeit der Personen, die die EZB steuern. In unzähligen informellen politischen Prozessen und Kontakten entsteht Druck durch nationale Regierungen, dem die europäischen Notenbanker widerstehen müssen. Dazu sind psychische Stärke und Rückgrat nötig.

### Die EZB im Streit

Die EZB startete im Jahr 2015 ein gigantisches Programm zum Ankauf von Staatsanleihen. Von Beginn an war dieses Programm politisch heftig umstritten. Nach Ansicht der EZB war das Programm nötig, um eine Deflation zu verhindern und Investitionen, Konsum und wirtschaftliches Wachstum in der Eurozone zu fördern. Zu den Gegnern, die das Programm kritisierten, gehörte auch der deutsche Bundesbank-Präsident, Jens Weidmann. Eine Befürchtung war, dass die EZB mit diesem Programm die Inflation stärker als beabsichtigt anheizen könnte. Der Hauptkritikpunkt war: Durch das Programm werde der wirtschaftliche Druck auf die südeuropäischen Eurokrisenstaaten und Frankreich gelockert. **Die notwendigen wirtschafts- und sozialpolitischen Reformen würden** deshalb nur halbherzig angepackt.

### Europarecht: Kampf der Giganten

Über das Programm wurde – und wird - nicht nur politisch und ökonomisch gestritten, sondern auch juristisch. Denn immerhin verbietet der europäische Grundlagenvertrag der EZB den unmittelbaren Erwerb von staatlichen Schuldtiteln. Mehrere Klagen vor dem europäischen Gerichtshof und Verfassungsbeschwerden vor dem Bundesverfassungsgericht brachten die Staatsanleihenkäufe auf den rechtlichen Prüfstand. Die juristisch zentrale Frage dabei war: Geht es bei den Ankäufen um Stabilitätspolitik, die Aufgabe der EZB ist? Oder finanziert die EZB durch ihr Programm indirekt die Haushalte der nationalen Mitgliedstaaten? Das wäre ihr strikt verboten. 2018 entschied der europäische Gerichtshof (EuGH), dass das Kaufprogramm den europarechtlichen Vorgaben entspreche und juristisch unproblematisch sei. Viele Beobachter gingen davon aus, dass damit die juristische Auseinandersetzung beigelegt sei. Sie hatten sich getäuscht.

2020 gaben die Verfassungsrichter in Karlsruhe den Verfassungsbeschwerden weitgehend statt. Nach ihrer Ansicht hat die EZB ihre Kompetenzen durch die Anleihekäufe krass überschritten. Das Verfassungsgericht hält das Programm für verfassungswidrig. Das war ein verfassungsrechtlicher und europarechtlicher Paukenschlag. Denn zum **ersten Mal widersprach das oberste deutsche Gericht dem obersten europäischen Gericht** ganz dezidiert.

Bisher waren die wenigen Auseinandersetzungen in einem frühen Stadium mit Kompromissen und gegenseitigem Nachgeben geklärt worden, bevor sie eskalieren konnten. Das ist jetzt anders.

Wie der Konflikt sich lösen lässt, ist völlig offen. Der Fall, dass ein nationales Gericht dem EuGH ganz offen die Gefolgschaft verweigert, ist in den europarechtlichen Grundlagenverträgen schlicht nicht vorgesehen. Jedenfalls liegt hier europäischer Sprengstoff. Denn die EU braucht die ungebrochene Autorität des EuGH. Nur so lässt sich ein einheitliches Europarecht schaffen. Wenn das Verhalten des Verfassungsgerichts Schule macht, wird es ernst für den europäischen Zusammenhalt, der gerade sowieso sehr unter Druck steht.

## Die Geldpolitik der US-Fed

Von Univers. Prof. Dr. André Schmidt

Im Gegensatz zur EZB ist die US-Fed viel stärker ökonomisch und viel weniger rechtlich legitimiert. Die Geldpolitik der USA ist – anders als in Europa – **nicht politisch unabhängig**. Originär obliegt sie dem Senat, dieser hat jedoch die Geldpolitik an die US-Fed delegiert, könnte jedoch diese Delegationsentscheidung jederzeit widerrufen. Auch bezüglich der geldpolitischen Ziele ist die **Preisstabilität nur ein Ziel unter vielen**. Die Geldpolitik in den USA hat neben der **Preisniveaustabilität** auch das Ziel eines **hohen Beschäftigungsstandes** und auch das Ziel **langfristig niedriger Zinsen** zu erfüllen. Damit gibt es keine klare Dominanz, dass sich die Geldpolitik in den USA ausschließlich an dem Ziel der Preisniveaustabilität orientieren soll. Diese Zielpluralität erlaubt der US-Fed bei der Wahrnehmung ihrer Geldpolitik die Ausübung **diskretionärer Handlungsspielräume**, je nachdem, welchem Ziel jeweils eine höhere Priorität eingeräumt wird.

Diese diskretionären Handlungsspielräume lassen sich gegenwärtig sehr gut beobachten. Im Moment steht die Geldpolitik der US-Fed vor dem Dilemma, dass sie einerseits der in den letzten Monaten deutlich **angestiegenen Inflation** entgegentreten muss, andererseits aber berücksichtigen muss, dass sich der **US-amerikanische Arbeitsmarkt** noch nicht vollständig von dem Corona-Schock erholt hat. Allgemeinen statistischen Berechnungen zu Folge fehlen der Rückkehr zum alten Beschäftigungsniveau in etwa 5-6 Millionen Jobs. Während die deutlich gestiegene Inflationsrate eher für eine zunehmend restriktiv ausgerichtete Geldpolitik spricht, scheint für den Arbeitsmarkt eine solche geldpolitische Wende zu früh zu kommen. Insofern muss sich jetzt die Fed innerhalb dieses **Zielkonfliktes** entscheiden, ob sie eher der Preisstabilität oder dem Arbeitsmarkt den Vorrang einräumen will.


Vor diesem Hintergrund lässt sich auch die aktuelle **Unsicherheit an den Finanzmärkten** bezüglich der zukünftigen Ausrichtung der amerikanischen Geldpolitik erklären. Die meisten Akteure waren zu Beginn des Septembers fest davon überzeugt, dass die Fed im Spätherbst ihre Anleihenkäufe schrittweise reduzieren wird und den Einstieg in das **Tapering** beginnt. Angesichts der jedoch enttäuschenden Arbeitsmarktzahlen hat die Fed signalisiert, dass sie den Schritt des Taperings auch noch hinauszögern könnte.


Die Finanzmärkte versuchen daher jede Äußerung der Repräsentanten der Fed in die eine oder in die andere Richtung zu interpretieren. Die beobachtbare Zurückhaltung der Akteure an den Finanzmärkten lässt sich damit begründen, dass die Unsicherheit an den Finanzmärkten über den zukünftigen Kurs der US-Fed sehr hoch ist.

Die einsetzende **Stagflation** ist für die Zentralbanken eine äußerst unglückliche Konstellation, da sie keine eindeutigen geldpolitischen Maßnahmen erlaubt. Im Gegenteil: im Rahmen einer Stagflation ist eine Zentralbank nahezu machtlos, denn die Stagflationsprobleme lassen sich mit geldpolitischen Instrumenten kaum lösen.

Im Vergleich zur US-Fed ist die EZB eigentlich in einer komfortableren Position, denn ihr Mandat dient primär der Preisstabilität. Aber seitdem die EZB in der Währungsunion mehr und mehr das **Mandat des Retters der letzten Instanz** übernommen hat, hat das Ziel der Preisniveaustabilität deutlich an Bedeutung verloren, sodass die EZB mittlerweile in einem ähnlichen Dilemma steckt wie die US-Fed. Die nächsten Monate werden – sollte sich das Stagflationsszenario bewahrheiten – eine herausfordernde Zeit für die Geldpolitik, sowohl in den USA als auch in Europa.

*Herzliche Grüße aus Düsseldorf*

*Volker*  
  
Univers. Professor Dr. Volker Boehme-Neßler  
- Wissenschaftlicher Beirat -

*Volker*  
  
Univers. Professor Dr. André Schmidt  
- Geschäftsleiter Strategie -