ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Orphal, Philipp; Kern, Florian; Krahé, Max

Research Report

Zinsen statt Geldmenge: Für eine nicht-monetaristische Auslegung des AEUV

Fachtexte

Provided in Cooperation with:
Dezernat Zukunft - Institute for Macrofinance, Berlin

Suggested Citation: Orphal, Philipp; Kern, Florian; Krahé, Max (2022) : Zinsen statt Geldmenge: Für eine nicht-monetaristische Auslegung des AEUV, Fachtexte, Dezernat Zukunft e.V., Berlin

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/277903

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Zinsen statt Geldmenge

— Für eine nicht-monetaristische Auslegung des AEUV

@ Philipp Orphal, Florian Kern, Max Krahé[1]
philipp.orphal@dezernatzukunft.org

14.10.2022

Executive Summary

In diesem Papier zeigen wir, dass die Rechtsprechung über die Rechtmäßigkeit von Anleihekäufen durch die Zentralbanken des Eurosystems in Teilen auf der volkswirtschaftlichen Theorie des Monetarismus basiert und insbesondere auf einem Aufsatz von Thomas Sargent und Neil Wallace aus dem Jahr 1981 („Some Unpleasant Monetarist Arithmetic"). Doch der Monetarismus, schon in den 1970er- und 1980er-Jahren kontrovers, ist heute überholt. Die Annahmen, auf denen Sargent und Wallance ihr Argument aufbauen, waren bereits damals teils ungenau; heute ist allgemein anerkannt, dass sie in der Realität nicht zutreffen. Diesem wissenschaftlichen Fortschritt sollte im Rahmen der Auslegung Rechnung getragen werden. Wir entwickeln daher in diesem Papier eine aktualisierte, „nicht-monetaristische Auslegung" des Artikels 123 AEUV. Diese sollte in drei Bereichen von den in der bisherigen Rechtsprechung entwickelten Maßstäben abweichen:

Erstens sollte das Verbot wegfallen, nach dem das Europäische System der Zentralbanken keine Sekundärmarktankäufe tätigen darf, die in ihrer Wirkung Primärmarktankäufen gleichkommen („Verbot von Tätigkeitwerden gleicher Wirkung").

Zweitens sollte die Einschränkung, die darauf abzielt, dass Sekundärmarktankäufe nicht die Anreize zu einer „gesunden" Haushaltspolitik nehmen dürfen („Umgehungsverbot"), ersetzt werden. An ihre Stelle sollte die Einschränkung rücken, dass Sekundärmarktankäufe nur dem Ziel der Preisstabilität dienen dürfen sowie, wenn dies ohne Beeinträchtigung des ersten Ziels möglich ist, der Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik der Europäischen Union. Gesunde öffentliche Finanzen sind in Art. 123 AEUV nur ein Mittel zur Erreichung von Preisstabilität. Im Mittelpunkt der Auslegung sollte daher die Verfolgung von Preisstabilität stehen. Das allgemeine wirtschaftspolitische Ziel von gesunden öffentlichen Finanzen ist Gegenstand anderer Regelungen.

1 Philipp Orphal ist Rechtsdoktorand am Institut für Finanz- und Steuerrecht der Universität Heidelberg in den Gebieten Fiskalrecht (Haushaltsrecht), Staats- und Europarecht und Praktikant beim Dezernat Zukunft.
Florian Kern ist Monetary Policy Fellow beim Dezernat Zukunft.
Max Krahé ist Forschungsdirektor des Dezernat Zukunft.

Drittens – und damit zusammenhängend – sollte das Bundesverfassungsgericht den Schutz des Budgetrechts des Bundestags nicht weiter an Art. 123 AEUV festmachen. Die darauf aufbauenden detaillierteren Maßgaben und Verbote schaden der Geldpolitik und damit der Preisstabilität. Das bedeutet nicht, dass das Bundesverfassungsgericht diesen Schutz aufgeben sollte. Stattdessen sollte er anhand jener rechtlichen Maßstäbe geprüft werden, die dafür geschaffen wurden: Art. 121, Art. 125 und Art. 126 AEUV.

#GELDPOLITIK
#EUROPARECHT
#ZINSSTEUERUNG

Einführung und Überblick 4
1. Monetarismus im institutionellen Rahmen der Währungs- und Fiskalpolitik ... 5
1.1 Sargent und Wallace und die Sorge vor fiskalischer Dominanz 5
1.2 Sargent und Wallace im institutionellen Rahmenwerk der Wirtschafts- und Währungsunion 7
1.3 Die Annahmen von Sargent/Wallace treffen in der Realität nicht zu 9
2. Spuren des Monetarismus in der Rechtsprechung zu Artikel 123 AEUV..... 13
2.1 EuGH: drei Verbote, ein Gedanke 13
2.1.1 Zweitens: Kein Tätigwerden mit gleicher Wirkung wie Primärmarktankäufe 14
2.1.2 Drittens: Keine Umgehung der Ziele des Artikels 123 AEUV 15
2.2 BVerfG: Umgehungsverbot 16
2.3 Fazit: „Kann Spuren von Monetarismus enthalten“ 17
3. Eine nicht-monetaristische Auslegung von Artikel 123 AEUV 18
3.1 Geldmenge und Preisstabilität? 18
3.2 Fiskalische Dominanz und Preisstabilität? 19
3.3 Bedeutung für die Auslegung 21
4. Fazit 26

Einführung und Überblick

In den letzten Jahren sind dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) im Rahmen von Rechtsstreitigkeiten vom Europäischen Gerichtshof (EuGH) und dem Bundesverfassungsgericht (BVerfG) enge Grenzen für die Umsetzung von Staatsanleihekaufprogrammen gesetzt worden. Insbesondere Art. 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV), der Ankäufe von Staatsanleihen am Primärmarkt verbietet, wurde extensiv ausgelegt: Auch die in ihm nicht erwähnten Sekundärmarktankäufe wurden restriktiven Bedingungen unterworfen, um vermeintliche Umgehungen des Verbots von Primärmarktankäufen zu verhindern. Indem der EuGH und das BVerfG in ihrer Rechtsprechung auf die historischen Hintergründe der Vorschriften abstellen, die sich auf Sargent/Wallace und den Monetarismus beziehen, stützen sie sich aber auf ein fehlerhaftes Verständnis davon, mit welchen Instrumenten und über welche Kausalmechanismen Zentralbanken die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und das Preisniveau beeinflussen.

Die Struktur des Papiers ist wie folgt: Im ersten Abschnitt untersuchen wir, wie sich der Monetarismus im institutionellen Rahmenwerk der Wirtschafts- und Währungsunion niedergeschlagen hat. Wir geben eine kurze Zusammenfassung der Hauptargumente des Aufsatzes von Sargent und Wallace (1.1) und zeigen, wie dieser die Regelungen der Wirtschafts- und Währungsunion geprägt hat (1.2). Anschließend fassen wir zusammen, wie und warum die Kernthesen dieses Aufsatzes heute widerlegt sind (1.3). Im zweiten Abschnitt legen wir dar, wie der Europäische Gerichtshof und das Bundesverfassungsgericht das Verbot der monetären Staatsfinanzierung ausgelegt haben. Dabei erläutern wir zunächst die drei Verbote, die der EuGH in seinen Urteilen zu *Gauweiler* und *Weiss* formuliert hat (2.1), und richten sodann den Blick auf die Haushaltsdisziplin, die das BVerfG in seinen Urteilen in den Mittelpunkt rückt (2.2). Im dritten Abschnitt betrachten wir, was für die Auslegung von Art. 123 AEUV aus der Tatsache folgt, dass die monetaristische Sichtweise unter den Praktikern in Zentralbanken sowie in der Wissenschaft weltweit als überholt gilt. Insbesondere zeigen wir, dass in einer nicht-monetaristischen Auslegung Art. 123 AEUV weder aus Gründen der Inflationsvermeidung (3.1) noch zum Schutz der Unabhängigkeit der Zentralbanken (3.2) extensiv ausgelegt werden muss. Anschließend begründen wir die vorgeschlagenen Änderungen der Auslegung, die sich aus dem heutigen Verständnis der Zusammenhänge für die Rechtsprechung über Art. 123 AEUV ergeben (3.3). Das Papier endet mit einem kurzen Fazit (4).

1. Monetarismus im institutionellen Rahmen der Währungs- und Fiskalpolitik

Im ersten Abschnitt untersuchen wir, wie sich der Monetarismus – die in den 1980er-Jahren vorherrschende Vorstellung über geldpolitische Wirkungszusammenhänge – im institutionellen Rahmenwerk der Wirtschafts- und Währungsunion niedergeschlagen hat. Wir fassen den Aufsatz von Sargent und Wallace, den sie 1981 in der Tradition der monetaristischen Geldmengenlehre geschrieben haben, zusammen (1.1) und zeigen, wie er die Regelungen der Wirtschafts- und Währungsunion geprägt hat (1.2). Anschließend fassen wir zusammen, wie und warum die Kernthesen dieses Aufsatzes heute widerlegt sind (1.3).

1.1 Sargent und Wallace und die Sorge vor fiskalischer Dominanz

Im heutigen institutionellen Rahmenwerk ist die Primäraufgabe von Zentralbanken – und insbesondere der EZB –, die Inflation zu kontrollieren. Welche Instrumente und was für eine Beziehung zur Fiskalpolitik dafür notwendig sind, ist Gegenstand lang anhaltender volkswirtschaftlicher, politischer und juristischer Debatten.

Ein historisch wichtiger Beitrag zu diesen Debatten ist der Aufsatz „Some Unpleasant Monetarist Arithmetic“.[2] Er wurde verfasst von Thomas Sargent und Neil Wallace für den Herbstbericht 1981 der Federal Reserve Bank of Minneapolis, kurz nachdem die US Federal Reserve (Fed) die Zentralbankgeldmengensteuerung eingeführt hatte. In diesem Papier argumentieren die Autoren, dass die Zentralbank nur dann die Inflation kontrollieren kann, wenn sie die alleinige Kontrolle über die Zentralbankgeldmenge hat. Diesen Zustand bezeichneten die Autoren als ein System „monetärer Dominanz“. Insbesondere dem Finanzministerium und der gewählten Regierung ist es in einem solchen System unmöglich, nennenswerten Einfluss auf die Zentralbankgeldmenge auszuüben.

Wallace und Sargent treffen dabei drei Annahmen:

1. Guthaben von Banken bei der Zentralbank werden nicht verzinst. Dadurch ergibt sich ein Zinsgewinn für die Zentralbank, wenn sie verzinsliche Vermögenswerte erwirbt. (Dieser Gewinn wird allgemein als „Seigniorage“ bezeichnet.)[3]
2. Es existiert ein stabiler Zusammenhang zwischen dem durch die Zentralbank geschaffenen Geld (der Geldbasis) und dem Preisniveau.
3. Die Rendite ausfallrisikofreier Staatsanleihen und damit die Finanzierungskosten des Staats hängen von Angebot und Nachfrage nach Anleihen ab. Steigt das Angebot an ausfallrisikofreien Staatsanleihen bei gleicher Nachfrage, sinkt der Preis neuer Staatsanleihen, d. h., die Rendite und damit die Finanzierungskosten des Staats steigen.

2 Sargent/Wallace, Some Unpleasant Monetary Arithmetic, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review Vol. 5 No. 3 (Fall 1981), S. 1 ff.

3 S. EZB, Was ist Seigniorage?, 7.4.2017.

Aufbauend auf diesen drei Annahmen argumentieren Sargent und Wallace dann, dass die Zentralbank nur das Preisniveau stabilisieren kann, wenn sie die Entscheidungshoheit über den Umfang der öffentlichen Defizite hat. Würden Parlamente nämlich eigenständig und ohne Begrenzungen mehr Defizite planen, als Nachfrage nach ausfallrisikofreien Staatsanleihen existiert, wären Defizite nicht mehr finanzierbar (Annahme 3).[4] Dann bliebe als Finanzierungsmöglichkeit nur noch Seigniorage, zu der die Zentralbank de facto verpflichtet ist, wenn sie das Ausfallrisiko von Staatsanleihen absichern muss. Die Zentralbank würde die Anleihen kaufen und das Guthaben den öffentlichen Kassen zur Verfügung stellen. Die öffentlichen Kassen gäben das Geld aus, sodass es auf Konten von Geschäftsbanken bei der Zentralbank landen würde.[5]

Da die Zentralbankguthaben von Geschäftsbanken im Modell von Sargent/Wallace nicht verzinst werden (Annahme 1), würde dadurch für die Zentralbank kein Zinsaufwand entstehen; die Ausgabenwünsche des Staats könnten also ohne weitere Auswirkungen auf das Budget des Haushalts (kein Bedarf an neuen Steuern, kein höherer Zinsaufwand und damit keine gesenkten Seigniorage-Gewinnabführungen) erfüllt werden. Gemäß Annahme 2 würden die neuen Guthaben jedoch das allgemeine Preisniveau anheben.

Könnten Parlamente ihre Budgets unabhängig von der Zentralbank bestimmen, würde daher ein Zustand von „fiscal dominance“ herrschen: Das Preisniveau würde mittelbar durch die Haushaltsgesetzgebung bestimmt; die Zentralbank müsste immer mitziehen und durch Seigniorage etwaige Lücken zwischen Defiziten und der Nachfrage nach Staatsanleihen schließen. Da Seigniorage die Geldmenge steigert und diese wiederum das Preisniveau, könnte die Zentralbank nicht für Preisstabilität sorgen.

Für Preisstabilität sorgen könnte die Zentralbank nur in einem Regime von „monetary dominance“, in dem sie nur so viel Geld bereitstellt, dass sie über den Geldschöpfungsmultiplikator die Kreditvergabe und damit das Preisniveau steuert. Parlamente könnten Defizite dann nur noch in der Höhe finanzieren, wie es durch die Summe aus der von der Zentralbank vorgegebenen Seigniorage (die an den Haushalt abgeführt wird) und der Nachfrage nach Staatsanleihen (die nach Annahme 3 die Finanzierungskosten bestimmt und damit eine Grenze für die Finanzierbarkeit von Defiziten setzt) vorgegeben wird.

4 Genauer: Die Renditen, die notwendig wären, um die gewünschte Menge an Staatsanleihen zu verkaufen, würden ab einer bestimmten Defizithöhe die Wachstumsrate der Wirtschaft überschreiten. Wäre dies längerfristig der Fall, würde sich eine Schuldenspirale ergeben, die die Finanzierung weiterer Defizite über Anleihen unmöglich machte (s. Blanchard, Public Debt and Low Interest Rates, American Economic Review, 109(4), 2019).

5 Der Bundestag könnte z. B. den Bau einer teuren Statue finanzieren. Dazu müsste er ein Bauunternehmen beauftragen. Das Bauunternehmen hat ein Konto bei der Volksbank Berlin. Entsprechend würde eine Überweisung vom Bundesbankkonto des Bundes auf das Bundesbankkonto der Volksbank Berlin erfolgen, die dem Bauunternehmen das Guthaben gutschrieben.

1.2 Sargent und Wallace im institutionellen Rahmenwerk der Wirtschafts- und Währungsunion

Diese Vorstellung von Steuerung der Inflation durch die Zentralbankgeldmenge nahm bei der Begründung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion durch den Maastricht-Vertrag vom 7. Februar 1992 eine zentrale Rolle ein. Die Sorge vor einem Regime mit „fiscal dominance", in dem die „monetäre Stabilität" durch Seigniorage-erfordernde Defizite bedroht wäre, war groß.[6] Am 27. Oktober 1990 legte der Rat für Wirtschaft und Finanzen (Ecofin), in dem sich die Finanzminister der Mitgliedstaaten treffen, unter dem Vorsitz des italienischen Finanzministers Carli den sogenannten Carli-Report vor, der die institutionellen Voraussetzungen einer Währungsunion beschrieb, die nach Ansicht der Finanzminister für das Gelingen einer solchen notwendig waren. Der Report zeigt, dass der Ecofin die Geldmenge für ein Instrument der Geldpolitik hielt und Ankäufe von Staatsanleihen nur zulassen wollte, um die Geldmenge zu steuern.

Box 1: Auszug aus dem Report vom Rat für Wirtschaft und Finanzen an den Rat der Staats- und Regierungschefs der Union vom 27. Oktober 1990 (Carli-Report)

According to the view shared by all the Member States, except the United Kingdom, the final stage of economic and monetary union will be achieved through the transfer of national powers to a monetary authority responsible for conducting monetary policy. The aim of that policy will be **to ensure that the purchasing power of the currency remains stable**; measures to support the policy for boosting income and employment would not be ruled out but, in the event of a conflict of interests, price stability would have to take precedence.

A monetary policy of this nature presupposes that the authority conducting it would enjoy complete independence and absolute autonomy. **The money supply and interest rates are monetary policy instruments and the authority responsible for maintaining price stability would have to be free to decide on their use.**

This has the following implications:

(1) **Budget deficits could not be financed**, either directly or indirectly **through money creation**. The central banks would have to be barred from granting governments advances or subsidies. **Purchases of government securities could be permitted exclusively on the initiative of the central banks and solely in order to regulate the amount of money in circulation.** Similarly, the commercial banks could not be obliged to purchase securities or to finance governments in any other way;

(2) No Member State could benefit from the guarantee afforded by other Member States or by the Community budget in respect of operations to finance its budget deficit;

(3) Excessive deficits would not be permitted. A clear definition of what constitutes an excessive deficit has yet to be agreed on, but work is in progress with a view to reaching a consensus on this point. [...]

6 S. z. B. Economic and Monetary Union, Bulletin of the European Communities, Supplement 2/91, S. 24, wo die Kommission ihre Sorge vor „pressure for monetary accommodation" äußert; s. a. Committee for the Study of Economic and Monetary Union: Report on economic and monetary union in the European Community, 17.4.1989 (sog. Delors-Bericht), Rn. 30 auf S. 19 und Rn. 59 auf S. 35 f.

Der Maastricht-Vertrag kodifizierte diese Überlegungen in Art. 104 des „Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft" (EGV). Dieser Artikel ging mit dem Lissabon-Vertrag vom 13. Dezember 2007 inhaltlich unverändert in Art. 123 des „Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union" (AEUV) über:[7]

> *„(1) Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten [...] für [...] Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften [...] sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken."*

Aus der ersten „implication" des Carli-Reports geht hervor, dass damit sichergestellt werden sollte, dass Überziehungs- oder andere Kredite oder der Erwerb von Staatsanleihen durch Zentralbanken nur auf ihre eigene Initiative und ausschließlich zur Regulierung der Geldmenge („exclusively on the initiative of the central banks and to regulate the amount of money in circulation") erfolgen dürfen sollte. Diese sollten ausdrücklich nicht zur Finanzierung von Defiziten der Mitgliedstaaten dienen.

Die Bezugnahme auf die Geldmengenregulierung verrät zugleich, dass hierbei davon ausgegangen wurde, dass die Inflation von der Geldmenge abhängt, dass also monetäre Maßnahmen wie die Kreditvergabe an Staaten oder der Ankauf von Anleihen durch Zentralbanken – falls in einem anderen Volumen als von der Zentralbank vorgesehen – automatisch Inflationsrisiken zur Folge hätten. Dies würde dem Ziel der Preisstabilität entgegenlaufen, das die Grundlage für die gesamten Vorschriften über das Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion ist (Art. 3 EUV und 119 AEUV, vormals Art. 3a EGV-Maastricht bzw. Art. 4 EGV-Nizza). Die Generalanwältin am EuGH Juliane Kokott erklärte noch im März 2022 in ihrem Schlussantrag: „Vielmehr soll damit [mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung] unterbunden werden, dass die Regierungen der Mitgliedstaaten durch ihre fiskalpolitischen Entscheidungen die Geldbasis erhöhen und damit unter Umständen die Geldpolitik des ESZB beeinflussen."[8]

Die zusätzliche „Disziplinierungswirkung" von Marktzinsen gegenüber der öffentlichen Haushaltsführung durch das Verbot der Zentralbankfinanzierung hätte nach dieser Vorstellung insbesondere auch den Effekt, dass Staatsverschuldung nicht in einem Volumen, das die Marktnachfrage nach Staatsanleihen übersteigt, möglich wäre. Zur Erinnerung: Ein Defizit, das größer ist als diese Marktnachfrage, hätte nach Sargent und Wallace automatisch Zentralbankgeldschöpfung, damit Geldmengenerhöhung und schließlich Inflation zur Folge.

Auch Art. 124 AEUV (damals Art. 104a EGV), der den bevorrechtigten Zugang des öffentlichen Sektors zu Finanzinstituten verbietet, soll in dieser Erzählung neben der erwünschten Disziplinierungswirkung der Märkte eine Erhöhung der Geldmenge über den Mechanismus der Geldschöpfung durch Geschäftsbanken verhindern, wie aus der ersten „implication" des Carli-Reports hervorgeht. Isabel Schnabel erklärte denn auch noch im Oktober 2020, mit Rückgriff auf das Vokabular von Sargent und Wallace: „The euro has been built on the principle of monetary dominance."[9]

---

7 Im Vertrag von Nizza vom 26. Februar 2001 hatte er zwischenzeitlich als Artikel 101 EGV ebenfalls unverändert fortbestanden.

8 Schlussanträge der Generalanwältin Juliane Kokott vom 31.3.2022, C-45/21 – Banka Slovenije, ECLI:EU:C:2022:241 Rn. 129.

9 Schnabel, The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives, SUERF Policy Note No. 198, Oktober 2020.

1.3 Die Annahmen von Sargent/Wallace treffen in der Realität nicht zu

Wir haben bereits an anderer Stelle erklärt, dass Guthaben von Geschäftsbanken bei der Zentralbank heute verzinst werden (entgegen Annahme 1) und dass kein Geldschöpfungsmultiplikator existiert (entgegen Annahme 2). Wenn die Fed heute Defizite des US-Kongresses finanzierte, würde das die Zinsausgaben der Fed in gleichem Maße erhöhen (und damit den an den Kongress zu überweisenden Zentralbankgewinn schmälern), wie es die Zinsausgaben des Kongresses mindert.[10] Eine Guthabenzinsen-zahlende Zentralbank kann daher nicht für die Erzielung von Seigniorage missbraucht werden. **In Ermangelung eines Geldschöpfungsmultiplikators gibt es auch keinen Anlass zu der Annahme, dass die Art der Finanzierung (Ankauf von Anleihen durch die Zentralbank oder Ankauf von Anleihen durch Marktteilnehmer) einen entscheidenden Einfluss auf die aggregierte Nachfrage und das Preisniveau hätte.** Bereits an dieser Stelle ist ersichtlich, dass die von Sargent/Wallace beschriebene Gefahr keine ist, um die wir uns in der Realität kümmern müssen.

Auch die EZB betrachtet als ihr geldpolitisches Instrument zur Steuerung der Nachfrage (und damit der Inflation, da Preiserhöhungen durch eine im Vergleich zum Angebot stärker steigende Nachfrage entstehen) nicht mehr die Erhöhung oder Senkung der Geldmenge, sondern

a. die Steuerung der kurzfristigen Leitzinsen,
b. Forward Guidance[11], d. h. das Aussprechen von Erwartungen über den zukünftigen Verlauf der Kurzfristzinsen sowie
c. Ankaufprogramme, die die Senkung sogenannter Laufzeitprämien zum Ziel haben, d. h. die Abweichung der tatsächlichen Marktzinsen gegenüber den erwarteten Kurzfristzinsen im Zeitverlauf.[12]

Wo es im Carli-Report noch hieß „The (central bank) money supply [die Geldmenge] and interest rates are monetary policy instruments" (siehe **Box 1** oben), findet sich in der aktuellen geldpolitischen Strategie der EZB keinerlei Bezug mehr auf die Zentralbankgeldmenge oder eine Geldmengensteuerung.[13]

Diese Position teilt die Bundesbank.[14] Der Chefvolkswirt der Deutschen Bundesbank, Jens Ulbrich, präsentierte auf seinem Vortrag „Die neue geldpolitische Strategie des Eurosystems" am 25. November 2021 in Berlin hierzu die folgende Folie (**Abbildung 1**), die die Wirkung geldpolitischer Instrumente sowohl auf kurzfristige als auch auf langfristige Nominalzinsen (wie sie sich in Anleiherenditen zeigen) beschreibt.

10 Eine monetäre Finanzierung könnte zu einer marginalen Differenz in den Finanzierungskosten in Höhe des Spreads zwischen den Refinanzierungskosten der Treasury (T-bills) und den Erwartungen an die Zinsänderungen der Zentralbank aus Overnight-Indexed-Swaps führen. Diese Differenz beträgt nur wenige Basispunkte.

11 Nr. 8 der Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB und An overview of the ECB's monetary policy strategy, Kapitel 3, ECB Economic Bulletin 5/2021 vom 5.8.2021.

12 Vgl. Kern, Das Anti-Fragmentierungstool des Eurosystems – verständlich erklärt, Geldbrief vom 7.7.2022.

13 S. Fundstellen in Fn. 11.

14 S. Deutsche Bundesbank, Die Rolle von Banken, Nichtbanken und Zentralbank im Geldschöpfungsprozess, Monatsbericht April 2017, S. 15 ff. Die Bundesbank erklärt hier, weshalb die Vorstellung von einem Geldschöpfungsmultiplikator irreführend ist. Die Existenz eines Geldschöpfungsmultiplikators ist jedoch notwendig, um in einem Regime der Zentralbankgeldmengensteuerung überhaupt eine Kausalbeziehung zwischen der Zentralbankgeldmenge und der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage herzustellen, über die Geldpolitik schließlich auf das Preisniveau wirkt.

Abbildung 1: Wirkungen geldpolitischer Instrumente; **Quelle:** *Nachgebauter Ausschnitt aus dem Vortrag „Die neue geldpolitische Strategie des Eurosystems"*

In den USA gab es parallele Entwicklungen. Ab 2008 führte die Fed ein sogenanntes *ample reserve regime* ein, das sie 2019 für die längere Frist bestätigte.[15] In diesem Regime werden Zinsen nicht implizit über die Höhe der monetären Basis (also durch die Geldmenge) gesteuert, sondern explizit durch die Höhe der Zinsen, die die Zentralbank als Vergütung für Geschäftsbankenguthaben bezahlt.

Das Eurosystem nutzt seit Langem die gleiche Vorgehensweise zur Steuerung von Zinsen. In einem solchen System der geldpolitischen Implementierung ist die Höhe der monetären Basis irrelevant, solange sie nicht eine Mindesthöhe unterschreitet, ab der Zentralbankgeld so knapp würde, dass Geschäftsbanken am Geldmarkt mehr für Reserven zahlen, als sie von der Zentralbank erhalten.[16]

Eine Änderung der Geldmenge wird entsprechend von der herrschenden Meinung in der Volkswirtschaftslehre nicht mehr als Inflationstreiber angesehen.[17] Denn wenn der Markt mit Zentralbankgeld gesättigt ist, wirkt die Zentralbank durch Zinsänderungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auf das Preisniveau.[18] Der Zins am Geldmarkt richtet sich in einem solchen Implementierungsregime (wie es heute von Fed und EZB betrieben wird) nicht mehr nach Nachfrage und (von der Zentralbank knapp gehaltenem) Angebot, sondern nach sogenannten Arbitrage-Gesichtspunkten (kein Geldmarktteilnehmer vergibt einen Kredit zu ungünstigeren Konditionen, als er bei der Zentralbank bekommen könnte und Banken akzeptieren großvolumige Einlagen auch nur bis max. zu dem Zinssatz, den sie bei der Zentralbank erhalten, da sie sonst eine negative Zinsmarge erzielen würden).[19]

15 S. Federal Reserve, Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization vom 30.1.2019.

16 Kern/Sigl-Glöckner/Krahé, Geldpolitische Implementierung im Wandel, S. 16 ff.

17 S. Kern/Krahé, Der leise Tod der Geldmengensteuerung: Ende eines Irrwegs, Geldbrief vom 7.4.2022.

18 S. Sigl-Glöckner, Der Zinshammer – Wie Zentralbanken Inflation bekämpfen, Geldbrief vom 28.1.2022.

19 S. im Einzelnen Åberg/Corsi/Grossmann-Wirth/Hudepohl/Mudde/Rosolin/Schobert, ECB Occasional Paper Series No. 282 (September 2021) – Demand for central bank reserves and monetary policy implementation frameworks: the case of the Eurosystem, S. 8 und 11 ff.

Auch die dritte Annahme von Sargent/Wallace trifft nicht zu. Die Renditen von Staatsanleihen – und damit die Finanzierungskosten – monetär souveräner Staaten ergeben sich aus

1. Erwartungen über die zukünftige Leitzinsentwicklung,
2. den Laufzeitprämien (Abweichungen von der Zinserwartung)[20] sowie
3. den Bilanzkosten[21] (regulatorischen Kosten für Investmentbanken, die sich aus dem Halten ausfallrisikofreier Staatsanleihen ergeben).

Wenn ein Staat mehr Defizite macht, d. h. das Angebot an Staatsanleihen erhöht, wird dies nur dann zu höheren Renditen führen, wenn zugleich eine dieser drei Variablen steigt.[22] Da zusätzliche Defizite (d. h. ein höheres Angebot an Anleihen) nicht automatisch zu höheren Erwartungen über die zukünftige Leitzinsentwicklung, höheren Laufzeitprämien – also Abweichungen der tatsächlichen Leitzinsen von den erwarteten – oder erhöhten Bilanzkosten führen, führen sie auch nicht automatisch zu höheren Renditen.[23]

Das „Verbot der monetären Staatsfinanzierung" des heutigen Artikels 123 AEUV und das Verbot des bevorrechtigten Zugangs zu Finanzinstituten im heutigen Art. 124 AEUV bauen also auf Annahmen auf, die nach heutigem Kenntnisstand fehlerhaft sind.

- Der Einlagezinssatz ist nicht null (Annahme 1), sondern wird von der Zentralbank gezielt zur Steuerung der Interbankensätze verwendet.
- Einen stabilen Zusammenhang zwischen der Geldmenge und dem Preisniveau (Annahme 2) gibt es nicht. „Monetäre", sprich auf die Geldmenge einwirkende Maßnahmen haben also nicht automatisch auch Inflation zur Folge.
- Die Finanzierungskosten für Staatsanleihen hängen nicht nur von der Nachfrage nach Anleihen ab (Annahme 3), sondern maßgeblich von den erwarteten künftigen Leitzinsen für die verbleibende Laufzeit der jeweiligen Anleihe, von der Laufzeitprämie und von den Bilanzkosten für die Anleger, die sich auch bei höherer Staatsverschuldung nicht verändern müssen.[24]

20 S. Kern, Finanzmärkte sind keine Luftballons – Wie sich die Geldpolitik auf Vermögenspreise auswirkt, Geldbrief vom 14.9.2021. S. a. Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH, unten: Bundeswertpapiere verstehen – Wie funktioniert eine Anleihe?.

21 Bis zur Finanzkrise wurde die Rendite sicherer Anleihen i. d. R. als Summe aus den durchschnittlichen erwarteten Kurzfristzinsen und einer Laufzeitprämie (term premium) erklärt, die Abweichungen von den Erwartungen darstellte, vgl. Kim/Orphanides, The bond market term premium: what is it, and how can we measure it?, BIS Quarterly Review, June 2007, S. 27 ff. Seit der Einführung der Leverage Ratio in Basel III, die eine Verschuldungsobergrenze für Investmentbanken setzt, die als Market Maker als Grenzinvestor im Markt für Staatsanleihen auftreten und deren Refinanzierungskosten sich daher in Marktpreisen widerspiegeln, werden in der Literatur zusätzlich noch Bilanzkosten angeführt. Die Bilanzkosten entsprechen näherungsweise den anteiligen Eigenkapitalkosten, mit denen Investmentbanken für das Halten einer Position kalkulieren. Vgl. Fleckenstein/Longstaff, Shadow Funding Costs: Measuring the Cost of Balance Sheet Constraints (2018), NBER Working Paper Series (Working Paper 24224).

22 Würden die Renditen über die Summe aus Zinserwartungen, Laufzeitprämie und Bilanzkosten hinaus steigen, könnten Banken Staatsanleihen kaufen und einen Zinsswap verkaufen, bei dem sie fixe Zinsen zahlen und variable Zinsen erhalten und so einen Arbitragegewinn in Höhe der Differenz erzielen.

23 Wenn das Parlament etwa in einer Wirtschaftskrise mit hoher Arbeitslosigkeit ein Investitionsprogramm beschließt, dann muss dies aufgrund nicht genutzter Kapazitäten nicht zwangsläufig inflationär wirken, sodass die Zentralbank ggf. trotz höherer Ausgaben nicht die Zinsen erhöhen wird. In diesem Fall würden die Renditen auf Staatsanleihen nicht auf das höhere Angebot von Staatsanleihen reagieren.

24 S. o. Fn. 22.

In der Folge macht fiskalische Dominanz die Steuerung des Preisniveaus durch die Zentralbank nicht unmöglich. Eine monetäre Finanzierung von Staatsausgaben hat nicht wegen der Geldmengenerhöhung inflationäre Wirkungen.

Damit ist freilich nicht gesagt, dass Regeln für öffentliche Defizite und ihre Finanzierung sinnlos sind. Von Defiziten kann durchaus ein Impuls auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ausgehen, der inflationär wirken kann (und daher den Geldwert der gemeinsamen Währung schwächen würde).

Ein solcher Inflationsimpuls ist aber keine Frage der Zentralbankgeldmenge, sondern der Vergabe bzw. des Abrufs von Krediten, der Art der öffentlichen Ausgaben, der Elastizität des wirtschaftlichen Angebots, der Konsequenzen am Finanzmarkt sowie einer Reihe weiterer Faktoren. So können beispielsweise selbst hohe staatliche Defizite nicht nachfragewirksam werden und damit inflationsneutral bleiben, etwa wenn ein Mitgliedstaat in einer Finanzkrise Schulden von Finanzinstituten übernimmt.[25]

Da Bankenrettungen gleichzeitig defizit- und (zentralbank-)geldmengenerhöhend *und* finanzstabilitätssichernd und inflationsneutral wirken können, können Defizitbeschränkungen oder ein extensiv ausgelegtes Verbot für die Zentralbanken, Staatsanleihen zu kaufen, ihrem eigenen Ziel, nämlich der Sicherung von Preisstabilität, in entscheidenden Situationen zuwiderlaufen. Dieses Beispiel demonstriert die Gefahren, die entstehen können, wenn zur Sicherung der Preisstabilität nur auf die Geldmenge oder die Höhe etwaiger Defizite geschaut wird. Dies ist im Hinblick auf das Ziel der Preisstabilität, die Sorge um übermäßige Beschränkung mitgliedstaatlicher Haushaltssouveränität sowie auch demokratietheoretisch problematisch.

25 Durch die Schuldübernahme – oder stattdessen die Auszahlung von Gläubigern durch den Staat – wird keine neue Nachfrage geschaffen, sondern es werden schon bestehende Forderungen erfüllt. Dem könnte entgegengehalten werden, dass dadurch aber Zahlungsausfälle verhindert werden, die wiederum die Nachfrage gebremst hätten. Solche Situationen weisen aber mit der intendierten Zwecksetzung einer Begrenzung der Geldmenge nur noch eine sehr mittelbare Verbindung auf.

2. Spuren des Monetarismus in der Rechtsprechung zu Artikel 123 AEUV

Die Auslegung von Rechtsbegriffen kann grundsätzlich nicht an die jeweilige Disziplin delegiert werden, der sie entstammen, sondern ist Inhalt der juristischen Methoden. Zur Wahrung der zugrunde liegenden Zwecke eines Gesetzestexts und zur Vermeidung einer Überschreitung der Fachkompetenz der jeweils Entscheidenden kann die Auslegung von Rechtsnormen nicht rein vom – in der Regel auch umstrittenen – Stand der jeweiligen Disziplin zum Zeitpunkt des Normerlasses, der Anwendung durch die Adressaten oder der Auslegung bei der rechtlichen Prüfung abhängen.[26] Wirklich komplex wird das Problem der Auslegung, wenn mit einer rechtlichen Norm bestimmte ökonomische Vorstellungen in den „Aggregatzustand des Rechts"[27] versetzt worden sind.[28] Auf der Grundlage der Indienstnahme der Einzelbestimmungen (Art. 120–126 AEUV) für die Zwecke von Art. 119 AEUV erscheint es aber methodisch jedenfalls wichtig, zwischenzeitlich fortgeschrittene Kenntnisstände aufzudecken und mögliche Übersetzungen in die teleologische Auslegung der Vorschriften zu versuchen. Wir wollen uns deshalb in diesem Abschnitt zunächst ansehen, wie der EuGH (2.1) und das BVerfG (2.2) das Verbot der monetären Staatsfinanzierung ausgelegt haben, um dann in Abschnitt 3 aus den geänderten Verständnissen über geldpolitische Zusammenhänge Schlüsse für die Auslegung ziehen zu können.

2.1 EuGH: drei Verbote, ein Gedanke

Der EuGH hat in seinen Urteilen zum OMT (*Gauweiler*) und zum EAPP/PSPP (*Weiss*) eine dreistufige Rechtmäßigkeitsprüfung für Anleihekaufprogramme von Zentralbanken entwickelt:

- Erstens sollten Primärmarktankäufe nach Art. 123 AEUV vollständig verboten sein[29] (unmittelbares Verbot);
- zweitens könne „das ESZB nicht rechtmäßig Staatsanleihen an den Sekundärmärkten unter Voraussetzungen erwerben, die seinem Tätigwerden in der Praxis die gleiche Wirkung wie ein unmittelbarer Erwerb von Staatsanleihen […] verleihen und auf diese Weise die Wirksamkeit des in Art. 123 I AEUV festgelegten Verbots in Frage stellen"[30] (Verbot von Tätigkeitwerden gleicher Wirkung); und
- drittens dürften schließlich „Ankäufe an dem Sekundärmarkt nicht eingesetzt werden, um das mit Artikel 123 AEUV verfolgte Ziel zu umgehen"[31] (Umgehungsverbot).

In den folgenden Abschnitten wollen wir uns mit dem zweiten (2.1.1) und dem dritten Verbot (2.1.2) beschäftigen, die jeweils auch Anleihekäufe an den Sekundärmärkten verbieten.

---

26 Zur Bedeutung von neuen wirtschaftswissenschaftlichen Erkenntnissen bei der Auslegung von Verfassungsrecht BVerfGE 79, 311 (336 ff.); BVerfGE 119, 96 Rn. 127 ff.; s. a. Kirchhof, Die Allgemeinheit des Gesetzes, S. 580 f. m. w. N.

27 Isensee in: Wendt (Hrsg.), Staat, Wirtschaft, Steuern, FS Friauf (1996), S. 705 (709).

28 Mit spannenden Ausführungen dazu in den Urteilen in Fn. 26.

29 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 94 f.; EuGH-Urteil vom 11.12.2018 – C-493/17 – Weiss, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 102.

30 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 97; EuGH-Urteil vom 11.12.2018 – C-493/17 – Weiss, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 106.

31 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 101.

2.1.1 Zweitens: Kein Tätigwerden mit gleicher Wirkung wie Primärmarktankäufe

Das zweite Verbot des EuGH lautet, dass das ESZB „nicht rechtmäßig Staatsanleihen an den Sekundärmärkten unter Voraussetzungen erwerben [kann], die seinem Tätigwerden in der Praxis die gleiche Wirkung wie ein unmittelbarer Erwerb von Staatsanleihen [...] verleihen und auf diese Weise die Wirksamkeit des in Art. 123 I AEUV festgelegten Verbots in Frage stellen".[32] Diese „gleiche Wirkung wie der [verbotene] unmittelbare Erwerb von Staatsanleihen [hätte eine Tätigkeit], wenn die Wirtschaftsteilnehmer [...] die Gewissheit hätten, dass das ESZB diese Anleihen binnen eines Zeitraums und unter Bedingungen ankaufen würde, die es diesen Wirtschaftsteilnehmern ermöglichten, faktisch als Mittelspersonen des ESZB für den unmittelbaren Erwerb dieser Anleihen [...] zu agieren".[33] Dazu erklärte der EuGH, dass durch „Garantien" vermieden werden müsse, „dass die Emissionsbedingungen für Staatsanleihen durch die Gewissheit verfälscht werden, dass diese Anleihen nach ihrer Ausgabe durch das ESZB erworben werden".[34] Im späteren *Weiss*-Urteil konkretisierte der EuGH diese Bedingung weiter dahin, dass verhindert werden müsse, „dass private Marktteilnehmer mit Gewissheit vorhersehen können, ob bestimmte Anleihen tatsächlich im Rahmen des PSPP auf den Sekundärmärkten angekauft werden".[35]

> ***Fazit:*** *Diese Auslegung stellt inhaltlich nicht auf Zweck oder historischen Ursprung der Bestimmung ab, sondern auf den Wortlaut des Verbots des Primärankaufs, der in dieser Auslegung nicht durch gleichgerichtetes Handeln ausgehebelt werden darf.*

32 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 97; EuGH-Urteil vom 11.12.2018 – C-493/17 – Weiss, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 106.

33 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 104; EuGH-Urteil vom 11.12.2018 – C-493/17 – Weiss, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 110.

34 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 107.

35 EuGH-Urteil vom 11.12.2018 – C-493/17 – Weiss, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 117, 127.

2.1.2 Drittens: Keine Umgehung der Ziele des Artikels 123 AEUV

Für das dritte Verbot (Umgehungsverbot), dass also „Ankäufe an dem Sekundärmarkt nicht eingesetzt werden [dürfen], um das mit Artikel 123 AEUV verfolgte Ziel zu umgehen", müsse der Zweck von Art. 123 herangezogen werden.[36]

Zur Ermittlung dieses Zwecks stützte sich der EuGH auf einen Beitrag der Europäischen Kommission aus dem Jahr 1991, in dem die Kommission Vorschläge für die künftigen Vorschriften über die Wirtschafts- und Währungsunion vorgelegt hatte.[37] Dort heißt es zur Vorgängervorschrift zu Art. 123 AEUV: „This Article is concerned with the potential threat to monetary stability posed by budget deficits and their financing."[38] Auf dieser Grundlage sprach der EuGH Art. 123 AEUV das Ziel zu, „die Mitgliedstaaten dazu [anzuhalten], eine gesunde Haushaltspolitik zu befolgen, indem vermieden wird, dass eine monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite [...] zu einer übermäßigen Verschuldung oder überhöhten Defiziten der Mitgliedstaaten" führe.[39] Da das ESZB auch die Aufgabe hat, die Wirtschaftspolitik in der Union zu unterstützen (Art. 127 Abs. 1 Satz 2 AEUV), zu der auch „gesunde öffentliche Finanzen" gehören (Art. 119 Abs. 3 AEUV), darf es diese mit seiner Währungspolitik nicht zugleich untergraben.[40] Das Umgehungsverbot wäre deshalb verletzt, wenn das Anleihekaufprogramm „geeignet wäre, den betreffenden Mitgliedstaaten den Anreiz zu nehmen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen".[41]

Der Generalanwalt Pedro Cruz Villalón hielt in seinem Schlussantrag ebenfalls fest:[42]

> [218] Art. 123 AEUV ist somit Ausdruck einer Besorgnis, die unter den Gestaltern der institutionellen Architektur der Wirtschafts- und Währungsunion sehr lebendig war und den Grund für die Entscheidung bildete, in das Primärrecht ein kategorisches Verbot jeder Form der Finanzierung von Staaten aufzunehmen, die die in den Verträgen niedergelegten Ziele der Haushaltsdisziplin gefährden würde. Eine dieser verbotenen Formen ist die sogenannte „monetäre Finanzierung", die darin besteht, dass eine Zentralbank, also eine zur Notenausgabe befugte Einrichtung, Schuldtitel eines Staates erwirbt. Offenkundig kann diese Finanzierungsform die Fähigkeit des betreffenden Staates, seine finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen, mittel- und langfristig beeinträchtigen und dabei zugleich eine bedeutende Quelle für eine Preisinflation sein. Da eine gemeinsame Wirtschafts- und Währungspolitik die Existenz von Staaten mit gesunden öffentlichen Finanzen und einer Politik voraussetzt, deren Priorität in der Aufrechterhaltung der Preisstabilität liegt, ist es naheliegend, dass unter den gegebenen Umständen der Mechanismus einer monetären Finanzierung diese Ziele gravierend beeinträchtigen würde.

36 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 98.

37 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 100.

38 Draft Treaty, Bulletin of the European Communities, Supplement 2/91, S. 54.

39 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 100 f. und 109 und Schlussanträge des Generalanwalts Cruz Villalón vom 14.1.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:7, Rn. 217.

40 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 109 und Schlussanträge des Generalanwalts Wathelet vom 4.10.2018, C-493/17 – Weiss, ECLI:EU:C:2018:815, Rn. 50 m. w. N.

41 EuGH-Urteil vom 16.6.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:400, Rn. 100 f. und 109; EuGH-Urteil vom 11.12.2018 – C-493/17 – Weiss, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 107.

42 Schlussantrag des Generalanwalts Cruz Villalón vom 14.1.2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:7, Rn. 218.

Dass die „Priorität in der Aufrechterhaltung der Preisstabilität“ liegen sollte, bestätigt der schon oben zitierte Carli-Report, der festhielt: „The aim of that policy will be to ensure that the purchasing power of the currency remains stable; measures to support the policy for boosting income and employment would not be ruled out but, in the event of a conflict of interests, price stability would have to take precedence.“

Zurückhaltender äußerte sich zuletzt die Generalanwältin Juliane Kokott in ihrem Schlussantrag vom 31. März 2022, die festhielt, mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung solle „unterbunden werden, dass die Regierungen der Mitgliedstaaten durch ihre fiskalpolitischen Entscheidungen die Geldbasis erhöhen und damit unter Umständen die Geldpolitik des ESZB beeinflussen. […] Das gilt, obwohl die Geldpolitik des ESZB – entgegen einer weitverbreiteten Vorstellung – nicht in erster Linie auf eine Steuerung der Geldbasis oder der Geldmenge, sondern der Preisstabilität zielt“.[43]

Fazit: *Diese Auslegung richtet sich nach dem Zweck der Vorschrift. Dabei setzt der EuGH einen besonderen Fokus auf die Gesundheit der öffentlichen Finanzen und die Gefahren für die Preisstabilität, die sich aus der monetären Finanzierung von übermäßigen Defiziten ergeben würden. Aus historischen Dokumenten wird jedoch deutlich, dass das übergeordnete Ziel auch für die Verfolgung von Haushaltsdisziplin – anders als in der Nebeneinanderstellung in Art. 119 Abs. 3 AEUV – das der Preisstabilität war.*

2.2 BVerfG: Umgehungsverbot

Aus Sicht des Bundesverfassungsgerichts ist das Ziel von Art. 123 AEUV, „die Mitgliedstaaten zu einer gesunden Haushaltspolitik anzuhalten […] und eine übermäßige Verschuldung oder überhöhte Defizite der Mitgliedstaaten zu vermeiden“.[44] Es sieht das Verbot der monetären Finanzierung als eine der zentralen Regeln an, die die Währungsunion als „Stabilitätsgemeinschaft“ ausmachen.[45] Diesem Ziel dient aus seiner Sicht dementsprechend auch ein Umgehungsverbot.[46] Konkrete Risiken für den deutschen Haushalt werden hier hergeleitet

1. aus Inflationsrisiken, da der Geldwert die „allgemeine ökonomische Grundlage für die staatliche Haushaltspolitik“ darstelle,[47] und
2. aus Verlustrisiken der Bundesbank wegen Ausfällen von Staatsanleihen, die der Haushalt ausgleichen oder jedenfalls tragen (§ 27 Nr. 2 BBankG) müsste.[48]

43 Schlussanträge der Generalanwältin Juliane Kokott vom 31.3.2022, C-45/21 – Banka Slovenije, ECLI:EU:C:2022:241 Rn. 129 mit Fn. 64.

44 BVerfGE 154, 17 Rn. 181 m. w. N.; BVerfGE 146, 216 Rn. 78.

45 BVerfGE 146, 216; BVerfGE 142, 123 Rn. 201.

46 BVerfGE 142, 123 Rn. 198–200; BVerfGE 154, 17 Rn. 182.

47 BVerfGE 89, 155 (207); BVerfGE 151, 202 Rn. 134.

48 BVerfGE 146, 216 Rn. 125 f. m. w. N.; BVerfGE 154, 17 Rn. 227.

In seinem OMT-Urteil folgte das Bundesverfassungsgericht deshalb dem EuGH und hielt fest, dass „[erstens] Anleihen nicht am Primärmarkt erworben werden dürfen, [zweitens] der Erwerb am Sekundärmarkt den betroffenen Mitgliedstaaten nicht die Gewissheit geben darf, dass ihre Anleihen durch das ESZB erworben werden, und dass [drittens] der Erwerb den betroffenen Mitgliedstaaten nicht den Anreiz nehmen darf, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen“.[49] Im PSPP-Urteil erklärte es weiter, dass die Zentralbanken nicht zum „dauerhaften Financier der Mitgliedstaaten“ werden und einen bestimmten Anteil der Staatsschulden einfach dauerhaft tragen dürften, der dann überhaupt keine Rolle für die Bonitätsbewertung des jeweiligen Mitgliedstaats mehr spielen würde[50] („sie wären dauerhaft neutralisiert“);[51] das würde nämlich den Mitgliedstaaten den Anreiz nehmen, eine gesunde Haushaltspolitik zu verfolgen.[52] Wenn bei Tilgung von Anleihen die Zentralbank die vereinnahmten Beträge dauerhaft reinvestiere, sei das Verbot der monetären Staatfinanzierung des Art. 123 AEUV deshalb verletzt.[53]

Fazit: *Das Bundesverfassungsgericht setzte also den Fokus von Art. 123 AEUV unmittelbar auf Haushaltsdisziplin, wo er beim EuGH teleologisch und historisch eher auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichtet war und erst aus diesem Ziel abgeleitet zur Haushaltsdisziplin kam. Dem liegt die verfassungsrechtliche Perspektive der Budgethoheit des Bundestags zugrunde, die nicht dadurch bedroht werden dürfe, dass andere Mitgliedstaaten mit Unterstützung der Zentralbanken unsichere Finanzen führten.[54] Die Schutzziele für den deutschen Haushalt bleiben aber auch hier Inflation – d. h. Preisstabilität – und Verlustrisiken.*

2.3 Fazit: „Kann Spuren von Monetarismus enthalten“

Die Annahmen von Sargent und Wallace haben sich damit auf subtile Weise in der Auslegung von Art. 123 AEUV durch die Rechtsprechung niedergeschlagen. Die Auslegung durch den EuGH, dass die Wirtschaftsteilnehmer für die Zentralbanken in der Praxis nicht als faktische Mittelspersonen für Primärmarkt-äquivalente Anleihekäufe handeln dürften (zweites Verbot) und dass den Mitgliedstaaten durch Anleihekäufe nicht der Anreiz zu einer gesunden Haushaltspolitik genommen werden dürfe (drittes Verbot), zielt darauf ab, dass sich alle Teilnehmer zurückhaltend verhalten: die Mitgliedstaaten in ihrem Ausgabeverhalten, potenzielle Primärmarktkäufer in ihrer Nachfrage nach Staatsanleihen und die Zentralbanken mit Anleihekäufen. Darin spiegelt sich die Angst vor fiskalischer Dominanz bei hoher Staatsverschuldung, die in der Vorstellung von Sargent und Wallace zu monetärer Staatsfinanzierung (Annahme 2), einem Anstieg der Zentralbankgeldmenge und in der Folge zu Inflation führen sollte. Die dritte Annahme von Sargent und Wallace (Renditen ergäben sich unabhängig von Zinserwartungen auf Basis von Kapitalangebot und Kapitalnachfrage) wurde dabei zu einem normativen Gebot der Marktpreisbildung für Staatsanleihen judiziert, in die die Zentralbanken nicht (oder nur unter engen Voraussetzungen) durch Anleihekäufe eingreifen dürften.[55]

49 BVerfGE 142, 123 Rn. 199.

50 BVerfGE 154, 17 Rn. 195.

51 BVerfGE 146, 216 Rn. 98.

52 BVerfGE 146, 216 Rn. 98.

53 BVerfGE 154, 17 Rn. 195.

54 BVerfGE 134, 366 Rn. 43.

55 Dazu Orphal, Marktlogik ist kein Rechtsgebot, VerfBlog vom 2.8.2022 und ders., Politik & Ökonomie, 16.8.2022.

3. Eine nicht-monetaristische Auslegung von Artikel 123 AEUV

Auf Grundlage der beschriebenen Rechtsprechung können in diesem Abschnitt die Folgen für die Auslegung von Art. 123 AEUV aus der Tatsache gezogen werden, dass die monetaristische Sichtweise mittlerweile in der Wissenschaft sowie unter den Praktikern in Zentralbanken weltweit als überholt gilt. Wir stellen dabei fest, dass der Abschied von der Vorstellung eines Geldschöpfungsmultiplikators auch das Verhältnis von Anleihekäufen (3.1) und fiskalischer Dominanz im Sinne von Sargent und Wallace (3.2) zu Preisstabilität verschiebt. Daraus folgt die Notwendigkeit einer neuen Auslegung für das Verbot der monetären Staatsfinanzierung aus Art. 123 AEUV, das historisch von Zusammenhängen ausging, die heute widerlegt sind (3.3).

3.1 Geldmenge und Preisstabilität?

Als zentraler Zweck von Art. 123 AEUV wurde das Ziel erkannt, die **Preisstabilität** davor zu sichern, dass durch den Zugang des Staats zu Zentralbankfinanzierung die Geldmenge erhöht und dadurch die „monetäre Stabilität" gefährdet wird. Dies betrifft die Sorge von Sargent und Wallace, dass monetäre Staatsfinanzierung die Zentralbankgeldmenge erhöht, dies wiederum die (von Banken geschöpfte) Kreditgeldmenge anhebt, was wiederum die Inflation erhöhen würde. Ein Kontrollverlust der Zentralbank über die Inflation wäre die Folge.

Dieser Zusammenhang besteht nach heutigem Verständnis nicht. Preise steigen wegen eines Abfalls des Angebots oder eines Anstiegs der Nachfrage, nicht durch eine Erhöhung der Zentral- oder Kreditgeldmenge. Zentralbanken steuern mit ihren geldpolitischen Instrumenten (Kurzfristzinsen, Forward Guidance, Anleihekaufprogrammen) auch nicht eine wie auch immer definierte Geldmenge, sondern die Finanzierungskonditionen von Haushalten, Firmen und Staaten. Monetäre Staatsfinanzierung, einschließlich des Ankaufs von Anleihen durch die Zentralbanken, feuert dementsprechend nicht automatisch die Nachfrage an (es gibt keinen Geldschöpfungsmultiplikator)[56]. Wenn die Nachfrage aber nicht durch die Erhöhung der Geldmenge getrieben wird, bedeutet auch eine Erhöhung der Geldmenge etwa durch Anleihekäufe – gleich ob am Primärmarkt oder am Sekundärmarkt – an sich noch keine erhöhte Nachfrage und damit auch keine Inflation(sgefahr).[57]

Damit hat sich eine zentrale Hintergrundannahme des Verbots der monetären Staatsfinanzierung verschoben. Inflation kann bei monetärer Staatsfinanzierung noch aus erhöhter staatlicher Nachfrage drohen, wenn diese keine Erweiterung des Angebots verursacht und gleichzeitig auf der Einnahmenseite nicht durch einen Nachfragerückgang – etwa durch erhöhte Steuern oder andere Nachfragereduzierungsmaßnahmen wie z. B. kreditvergabereduzierende Bankenregulierung – ausgeglichen wird. In einer solchen Konstellation würde die aggregierte Nachfrage ansteigen, worauf u. U. eine Preisinflation folgen kann.

56 S. o. 1.3 und Kern/Sigl-Glöckner/Krahé, Geldpolitische Implementierung im Wandel, 31.5.2022, S. 5.

57 Geldpolitische Ankaufprogramme wirken nicht über die Erhöhung der Geldmenge, sondern über ihren Einfluss auf Finanzierungskonditionen (u. a. auf Laufzeit- und Risikoprämien), vgl. Kern, Das Anti-Fragmentierungstool des Eurosystems – verständlich erklärt, Geldbrief vom 7.7.2022.

Zum einen folgt das aber nicht mehr aus der historischen Begründung mit einer Erhöhung der Geldmenge, sondern aus einem fehlenden negativen Ausgleich der Nachfrageerhöhung in einem Kontext der wirtschaftlichen Vollauslastung. Vor allem reagiert die Zentralbank aber auf eine inflationär wirkende Erhöhung der Nachfrage durch Aktivierung ihrer Instrumente und wirkt auf straffere Finanzierungskonditionen hin. Die mögliche Befürchtung, die Zentralbanken könnten eine Nutzung ihrer Instrumente – etwa Zinserhöhungen oder Quantitative Tightening – aus Rücksicht gegenüber besonders hoch verschuldeten Mitgliedstaaten mandatswidrig unterlassen, hängt wiederum nicht davon ab, ob Gläubiger der Mitgliedstaaten die Zentralbanken oder private Marktteilnehmer sind. Das Verbot der monetären Staatsfinanzierung verhindert diese Form der „Rücksicht" nicht. Eine Zinserhöhung wird die Inflation unabhängig davon „drosseln", wer der Nachfragetreiber ist und wer die Gläubiger des Staats sind. Sie bremst die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit und das Konsumverhalten, erschwert allen Marktteilnehmern die Refinanzierung und treibt dadurch ggf. auch die „untersten in der Rangliste" in die Insolvenz.[58] Ob eine solche Verdrängungswirkung durch den Staat (*Crowding out*) wünschenswert ist, ist eine politische Frage; es ist aber keine Frage der Inflation mehr. Nur diese ist Gegenstand des primären Preisstabilitätsmandats der Zentralbanken.

Ein entsprechendes nicht-monetaristisches Verständnis, nach dem die Zentralbank nicht die Geldmenge, sondern die Finanzierungskonditionen im Hinblick auf die Nachfrage steuert, spiegelt sich in den heutigen geldpolitischen Strategien der Zentralbanken. Sowohl im ESZB als auch in der Fed entspricht der Leitzins dem Guthabenzins, den die Notenbanken auf Guthaben der Geschäftsbanken bei ihr auszahlen. Damit die Zentralbank auf diese Weise die Zinsen steuern kann, darf Zentralbankgeld niemals knapp werden; sonst droht der effektive kurzfristige Zinssatz über den von der Zentralbank gewünschten Leitzins zu steigen. In der heutigen geldpolitischen Strategie der Zentralbanken gibt es entsprechend keine Höchstgrenze für Zentralbankgeld, sondern lediglich eine Mindestgrenze (deren Unterschreitung die Geldpolitik in ihrer Wirkung beschneiden würde, da Zinssätze am Markt dann über das geldpolitisch erwünschte Niveau ansteigen würden).[59]

Artikel 123 AEUV muss damit **jedenfalls nicht aus Gründen der Inflationsvermeidung** extensiv ausgelegt werden.

3.2 Fiskalische Dominanz und Preisstabilität?

Nach der Auffassung mancher Autoren soll Art. 123 AEUV auch die **Unabhängigkeit der Zentralbanken** schützen, damit diese nicht unter Druck geraten können, mitgliedstaatliche Defizite zu finanzieren.[60] Selbst die EZB hat das in einer Stellungnahme angedeutet.[61] Darin spiegelt sich in der Tradition von Sargent und Wallace die Sorge vor *fiscal dominance* wider[62], in der die Zentralbanken nicht für Preisstabilität sorgen könnten, weil sie gezwungen wären, die Geldmenge immer weiter zu erhöhen.

58 S. Sigl-Glöckner, Der Zinshammer – Wie Zentralbanken Inflation bekämpfen, Geldbrief vom 28.1.2022.

59 Vgl. Kern/Sigl-Glöckner/Krahé, Geldpolitische Implementierung im Wandel, S. 11 ff.

60 Vgl. Schnabel, The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives, SUERF Policy Note No. 198, October 2020; Häde in: Calliess/Ruffert, EUV/AEUV, 6. Aufl. 2022, Art. 123 AEUV Rn. 5 m. w. N.; Tutsch in: von der Groeben/Schwarze/Hatje, Europäisches Unionsrecht, 7. Aufl. 2015, Art. 123 Rn. 6–8; in diesem Sinne auch BVerfGE 154, 17 Rn. 161.

61 ECB, Opinion on a draft European Council Decision amending Article 136 of the Treaty on the Functioning of the European Union with regard to a stability mechanism for Member States whose currency is the euro, CON/2011/24, ABl. EG C 140 v. 11.5.2011, S. 8, Anm. 9.

62 Vgl. BVerfGE 154, 17 Rn. 175.

Zunächst würde fiskalische Dominanz im von Sargent und Wallace geprägten Sinne aber nach dem heutigen Kenntnisstand die Zentralbank nicht an der Verfolgung von Preisstabilität hindern, da sie diese durch Zinsen steuert und nicht durch die Höhe der Geldmenge.

Dieser Sorge wurde aber auch primär durch die Garantie der Unabhängigkeit des ESZB (Art. 130 AEUV) begegnet. Es gibt bisher keinerlei Grund, das reale Bestehen dieser rechtlich gesicherten Unabhängigkeit zu bezweifeln.[63] Soweit das ESZB den Ankauf von Staatsanleihen aus geldpolitischen Zwecken für notwendig erachtet, erscheint es daher nicht nur zur Verfolgung eines Inflationsziels hinderlich, sondern im Verhältnis zum entstehenden Schaden auch unverhältnismäßig, ein nicht recht begründbares Misstrauen gegenüber der tatsächlichen Wahrung ihrer Unabhängigkeit über die effektive Verfolgung ihres Preisstabilitätsziels zu stellen.

Um diesen Punkt zu vertiefen: Weder zum Zeitpunkt der Begründung der Europäischen Union noch später hat es ernsthaften Anlass gegeben, an der Unabhängigkeit der EZB zu zweifeln. Die wirtschaftspolitischen Turbulenzen in der Eurozone in und nach der Finanzkrise, in der Staatsschuldenkrise, später in der Corona-Krise und nunmehr im Kontext des russischen Aggressionskriegs haben freilich das schon von Anfang an große Misstrauen gegenüber der „Mündigkeit" des ESZB zur bewussten Wahrnehmung seiner Unabhängigkeit aufflammen lassen; weder das BVerfG noch die mediale Landschaft konnten aber festlegen, ob insbesondere die EZB nun zu unabhängig („keine hinreichende demokratische und gerichtliche Kontrolle") oder nicht unabhängig genug („fiskalische Dominanz") handelte. Denkbar ist, dass sich hierin ein grundsätzliches, demokratietheoretisch ernst zu nehmendes Akzeptanzproblem gegenüber unabhängigen Institutionen spiegelt.[64] Da gegenüber der Bundesbank jedoch nie in gleicher Weise mangelndes Vertrauen vorgetragen wurde, könnte es auch als Ausdruck von – dann allerdings bedenklichen – kulturellen Vorurteilen angesehen werden. Ein sachlich begründeter Verdacht scheidet hingegen schon angesichts der Tatsache aus, dass die EZB ihr Inflationsziel über viele Jahre unterschritt.[65] Ebenso verbietet Artikel 123 AEUV auch nicht ‚zur Sicherheit vor einer mandatsignorierenden EZB' die Senkung (oder Erhöhung) von Leitzinsen, die sich auf die staatlichen Zinslasten sogar dramatischer auswirkt als erhöhte (oder reduzierte) Gebote bei der Versteigerung von Anleihen.[66] Das Misstrauen in ihre Mündigkeit zur Unabhängigkeit wäre also – in Bezug auf die Preis- und wirtschaftliche Stabilität der Eurozone: zum Glück – mindestens inkonsequent kodifiziert.

---

63 S. a. Neumeier in: Hufeld/Ohler, Enzyklopädie Europarecht, Bd. 9 (1. Aufl. 2022), § 10 Rn. 59 f.

64 In diesem Sinne könnte Paul Tucker in seinem Buch Unelected Power : The Quest for Legitimacy in Central Banking and the Regulatory State (2018), S. 94, verstanden werden: „[...] the catalog of realist motivations is hardly conducive to producing enduring legitimacy. Even if political scientists are correct empirically, that does not mean that the resulting structures are sustainable or conducive to trust in government. [...] When it comes to constitutional politics and so to the distribution of government power, realism that does not look beyond the day after tomorrow is a cousin of roulette, as various Western democracies might currently be rediscovering in the reaction against technocracy." Auf dieses Werk bezieht sich das BVerfG ebenfalls (BVerfGE 151, 202 Rn. 131).

65 Dem entgegenzuhalten, Inflationserhöhung sei ja auch gar nicht das Ziel der Maßnahmen gewesen, sondern eben Finanzhilfen an Mitgliedstaaten, überzeugt angesichts der nachgewiesenen Lockerungseffekte von Anleihekäufen für die – inflationserhöhenden – allgemeinen Finanzierungskonditionen nicht. S. Kern, Das Anti-Fragmentierungstool des Eurosystems – verständlich erklärt, Geldbrief vom 7.7.2022 und Deutsche Bundesbank, Sektorale Portfolioanpassungen im Euroraum in der Niedrigzinsphase, Monatsbericht April 2020, S. 19 ff. (27); Congressional Budget Office, How the Federal Reserve's Quantitative Easing Affects the Federal Budget, September 2022.

66 Nach Nr. 5 Sätze 1 und 4 der Verfahrensregeln für Tender bei der Begebung von Bundeswertpapieren in der Fassung vom 1.1.2021, die nach § 1 Satz 2 der Emissionsbedingungen für Bundesanleihen, Bundesobligationen, Bundesschatzanweisungen und Unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes in der Fassung von Dezember 2012 im Tenderverfahren gelten, können Gebote mit oder ohne Angabe eines Bietungskurses oder zu unterschiedlichen Kursen abgegeben werden. Dass sich der Zinssatz nach Angebot und Nachfrage bestimme (so der Generalanwalt Cruz Villalón in seinen Schlussanträgen vom 14. Januar 2015, C-62/14 – Gauweiler, ECLI:EU:C:2015:7, Rn. 222), ist insofern richtig, als eine niedrig verzinsliche Anleihe zu geringeren Kursen (in Prozent des Nennbetrags, Nr. 5 Satz 1 der Verfahrensregeln für Tender) gekauft werden wird.

Ein möglichst strenges Verbot von Anleihekäufen ist deshalb **auch aus der Furcht vor fiskalischer Dominanz heraus nicht erforderlich**. Die Erhöhung der Geldmenge würde selbst aus fiskalischer Dominanz heraus nicht inflationär wirken, solange die Kontrolle über die Zinsen der Zentralbank erhalten bliebe. Die EZB und die weiteren Zentralbanken des ESZB sind aber unabhängig. Eine zusätzliche ‚Absicherung' dieser Unabhängigkeit, durch die ihnen die Nutzung eines geldpolitischen Instruments verboten wird, schadet lediglich der effektiven Wahrnehmung ihres Mandats.

3.3 Bedeutung für die Auslegung

Artikel 123 AEUV verbietet in seinem Wortlaut Primärmarktankäufe. Im Sinne der Preisstabilität und des allgemeinen Ziels von gesunden öffentlichen Finanzen (Art. 119 Abs. 3 AEUV) ist nach den heutigen Kenntnissen über die Entstehung von Inflation eine extensive Auslegung nicht erforderlich; im Gegenteil wäre nach heutigem Kenntnisstand eine engere Auslegung geboten. Inflationär (deflationär) wirkt nach heutigem Verständnis nicht die Ausweitung (Verkleinerung) der monetären Basis, sondern eine Stärkung (Schwächung) der Nachfrage. Insbesondere wenn eine zusätzliche Stärkung der Nachfrage an der effektiven Zinsuntergrenze[67] nicht durch eine weitere Senkung der Kurzfristzinsen zu erreichen ist, gelten dabei Anleihekaufprogramme heute als etablierte geldpolitische Instrumente mit dem Ziel, eine Reduktion der Terminprämien und damit der langfristigen Zinsen zu erreichen (s. o. **Abbildung 1**). Den Zentralbanken das zu verbieten, bedeutet eine empfindliche Einschränkung des geldpolitischen Handlungsspielraums. Das wirkt sowohl der Preisstabilität als auch, mittels einer Schädigung der wirtschaftlichen Stabilität, gesunden öffentlichen Finanzen entgegen.

Eine aktualisierte Auslegung des Verbots sollte sich daher von den zugrunde liegenden Zwecken leiten lassen und dabei auch in Erinnerung rufen, dass sich „gesunde öffentliche Finanzen" als allgemeines wirtschaftspolitisches Ziel der Union weder durch besonders hohe Zinsen noch durch sparsames Ausgabeverhalten definieren, sondern von vielen weiteren Faktoren abhängen, deren Beurteilung primär nicht dem Recht, sondern der Politik überantwortet wurde (Art. 121, Art. 126 Abs. 2 ff. und Abs. 10 AEUV). Dass die Anerkennung dessen die Rolle des Artikels 123 AEUV und damit der gerichtlichen Prüfung von geldpolitischen Maßnahmen schmälert und an ihre Stelle etwa die Gebote des Primär- und Sekundärmandats des ESZB in den Vordergrund treten, ist in Anbetracht dessen, dass der Artikel historisch als überkommen gelten darf, zu begrüßen.

67 Vgl. Benoît Cœuré, How binding is the zero lower bound?", Rede vom 18. Mai 2015. Das damalige EZBR-Mitglied erklärt darin, wie die Existenz einer effektiven Zinsuntergrenze, die unterhalb der Nullzinsgrenze liegt, eine verstärkte Nutzung von Anleihekaufprogrammen nahelegt.

Box 2: Bundesverfassungsgericht und Budgetrecht des Bundestags

Der Sicherungszweck, den das BVerfG Art. 123 AEUV zur Absicherung gegen Risiken für den deutschen Haushalt zuweist,[68] unterliegt eigenen Fehlannahmen, auf die eigens eingegangen werden muss.

Das BVerfG mahnt eine enge Auslegung der Befugnisse des ESZB an, um Risiken für den deutschen Haushalt auszuschließen, die etwa entstehen könnten, falls die Bundesbank Verluste aus Anleihekaufprogrammen erleidet, wenn Anleihen ausfallen. In dieser **Box 2** erklären wir, dass aus Anleihekäufen durch Zentralbanken des Eurosystems keine über die der Teilnahme an einer Währungsunion inhärenten hinausgehenden Risiken für den Bundeshaushalt drohen und Art. 123 AEUV deshalb nicht zur Verhinderung allgemeiner Risiken instrumentalisiert werden sollte.[69] Diese Risiken sind ernst zu nehmen, die Absicherung gegen sie sollte allerdings anhand der rechtlichen Maßstäbe erfolgen, die dafür geschaffen wurden: Art. 121, Art. 125 und Art. 126 AEUV.

Staatsanleihen werden seit Beginn des PSPP ausschließlich von den jeweiligen nationalen Zentralbanken erworben. Würden etwa österreichische Staatsanleihen ausfallen, entstünde deshalb kein unmittelbarer Verlust für die Deutsche Bundesbank, sondern nur für die Österreichische Nationalbank.

Mittelbare Verluste der Bundesbank wären in einem Szenario vorstellbar, in dem die Österreichische Nationalbank ihre TARGET-Verbindlichkeiten[70] nicht mehr erfüllt. Solche Verbindlichkeiten können beispielweise entstehen, wenn die Österreichische Nationalbank Staatsanleihen bei einer deutschen Geschäftsbank kauft oder der Verkäufer im Anschluss das erhaltene Bankguthaben auf ein Konto bei einer deutschen Geschäftsbank überweist: In beiden Fällen erhöht sich das Guthaben einer deutschen Geschäftsbank bei der Bundesbank.[71] Für die Bundesbank entsteht dadurch eine Verbindlichkeit gegenüber der jeweiligen Geschäftsbank.[72] Zum Ausgleich dafür erhält die Bundesbank eine TARGET-Forderung gegenüber der EZB und die EZB erhält eine Forderung gegenüber der Österreichischen Nationalbank.[73] In dem Fall, dass auf einen Ausfall österreichischer Staatsanleihen ein Zahlungsausfall der Österreichischen Nationalbank folgte, könnte die EZB entsprechend Verluste erleiden. Diese Verluste müssten nach dem Kapitalschlüssel der Zentralbanken im Eurosystem gemeinsam getragen werden (Art. 33.2 ESZB-Satzung).

68 BVerfGE 146, 216 Rn. 68 m. w. N.

69 S. Steinbach in: Hufeld/Ohler, Enzyklopädie Europarecht, Bd. 9 (1. Aufl. 2022), § 6 Rn. 74 f.: „Bis in die 1990er Jahre galt nicht Verschuldung als der primäre Destabilisierungsgrund, sondern Inflation. Die Phänomene der Staatsschuldenkrise sind, für Europa, ein vergleichsweise junges Thema"; s. a. EuG-Urteil vom 9.2.2022, T-868/16, ECLI:EU:T:2022:58, Rn. 96; Schlussantrag Cruz Villalón vom 14.1.2015, C-62/14 (Gauweiler), ECLI:EU:C:2015:7, Rn. 219; EuGH-Urteil vom 27.11.2012, C-370/12 (Pringle), ECLI:EU:C:2012:756, Rn. 135; Hufeld in: Hatje/Müller-Graff, Enzyklopädie Europarecht, Bd. 4 (2. Aufl. 2021), § 24 Rn. 8: „Das Gewährleistungs- und Stabilisierungsrecht, zumal das Haushaltsrecht der ‚gesunden öffentlichen Finanzen' (Art. 119 Abs. 3 AEUV), zieht insgesamt nicht Selbstzwecke zusammen. Gewiss objektives Recht, läuft es […] auf Friedens-, Werte- und Wohlergehenspolitik der freiheitsverpflichteten europäischen Wirtschaftspolitik […]"; wortgleich Hufeld/Repasi in: Hufeld/Ohler, Enzyklopädie Europarecht, Bd. 9 (1. Aufl. 2022), § 8 Rn. 8.

70 Zur Funktionsweise des TARGET2-Systems im Überblick EZB, Was ist TARGET2?, 29.6.2016.

71 Anhang II der Leitlinie EZB/2012/27 über ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem, Art. 12 und Anhang IIa ebendort, Art. 12.

72 Anhang IV der Leitlinie (EU) 2016/2249 über die Rechnungslegungsgrundsätze und das Berichtswesen im Europäischen System der Zentralbanken (EZB/2016/34), Passiva, Posten 2.

73 Art. 6 Abs. 2 der Leitlinie EZB/2012/12 und Anhang IV der Leitlinie EZB/2016/34, Aktiva, Posten 9.5 und Passiva, Posten 10.4.

Dieser Fall ist allerdings in der Regelung über TARGET2-Salden (Art. 6 Abs. 2 der Leitlinie EZB/2012/27) gar nicht vorgesehen: Eine Zentralbank wird in eigener Währung per Definition nicht zahlungsunfähig, solange das nicht explizit beschlossen wird. Die Salden *sind* das Vermögen der Zentralbanken; ihr Kapital wird in der Eurozone dadurch erhöht, dass ihre TARGET-Verbindlichkeiten um den entsprechenden Betrag (und zur Gegenbuchung ihr Anteil an der EZB) erhöht werden. „Tatsächlich entsteht der zur Kapitalerhöhung erforderliche Betrag vielmehr durch Geldschöpfung."[74] Insofern stellt sich die Frage, ob es sich bei der Gutschrift von TARGET2-Salden noch um „Forderungen" von Zentralbanken gegeneinander oder selbst schon um Geld oder schlicht um einen Saldierungsposten handelt und wo die Abgrenzung zu ziehen ist.[75] So hatte die Bundesbank im Jahr 1973 ein negatives Eigenkapital von knapp 7 Milliarden DM, das sie als „Bilanzverlust" auswies.[76] Der ehemalige Bundesbank-Präsident Schlesinger äußerte sich dazu in einem Aufsatz des Bundesbank-Mitarbeiter-Magazins wie folgt:

> „Rein juristisch war die Bundesbank überschuldet, weil die Verlustvorträge das Eigenkapital deutlich übertrafen. Wir hatten zwar eine Unterbilanz, waren aber nicht zahlungsunfähig, weil wir ja letztlich selbst das Geld drucken konnten. Im Zentralbankrat hatten wir darüber diskutiert, ob denn die Regierung für die Verluste aufkommen sollte. [...] Wir haben davon abgesehen. Aber im Endeffekt hat natürlich die Regierung die Kosten mitgetragen, weil wir einige Jahre lang keine Gewinne an den Bund abführten, bis der Verlustvortrag abgeschmolzen war."

Auch wenn also ein Verlustfall für die Bundesbank einträte, besteht verfassungsrechtlich keine Nachschusspflicht für den Bundeshaushalt. Geld *entsteht* bei der Zentralbank. Die Verpflichtung des Bundes aus Art. 88 GG zur Errichtung einer Währungs- und Notenbank ist keine finanzielle, sondern eine institutionelle;[77] der Bund muss die Funktionsfähigkeit der Bundesbank sicherstellen, nicht ihren Finanzierungssaldo.[78]

Ein kalkulatorischer Verlust in Form entgangener Gewinne würde dem Bundeshaushalt also nur drohen, wenn explizit beschlossen würde, dass eine andere Nationale Zentralbank ihre „Verbindlichkeiten" gegenüber dem Eurosystem nun nicht mehr erfüllt (d. h., dass TARGET2-Salden nicht mehr ausgeglichen werden). Auch in diesem Fall läge der einzige Verlust für den Bundeshaushalt im entgangenen Bundesbankgewinn (§ 27 Nr. 2 BBankG), der anteilig im Verhältnis zum EZB-Kapitalschlüssel gesenkt wäre. Dieses Risiko für den Fall des Auseinanderfallens der Währungsunion sind die Mitgliedstaaten aber mit dem Eintritt in eine Währungsunion bewusst eingegangen: Die Bundesbank betonte schon 1990, die teilnehmenden Volkswirtschaften wären „im Währungsbereich auf Gedeih und Verderb miteinander verbunden".[79]

74 Schlussanträge der Generalanwältin Juliane Kokott vom 31.3.2022, C-45/21 – Banka Slovenije, ECLI:EU:C:2022:241 Rn. 61 ff., 62.

75 Dazu Sahr, Zwischen Pflichten und Fiktionen: Zur politischen Dimension des Euro aus der Perspektive einer beziehungstheoretischen Geldsoziologie, Zeitschrift für Soziologie Vol. 48 No. 3 (2019), S. 209 ff.

76 Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank, 1973, S. 82.

77 Dazu Remmert in: Epping/Hillgruber, BeckOK GG, 51. Ed. Stand 15.5.2022, Art. 88 Rn. 2 f.

78 S. Ohler in: Schmidt-Bleibtreu/Hofmann/Hennecke, Grundgesetz, 15. Aufl. 2022, Art. 88 Rn. 6.

79 Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 1990, S. 41.

Das sah auch das BVerfG in einem Urteil aus dem Jahr 2014 ähnlich. Die Beschwerdeführer hatten dort nach Auffassung des Gerichts „nicht aufgezeigt, auf welche Weise und in welchem Umfang von der Durchführung des TARGET2-Systems eine Beeinträchtigung der haushaltspolitischen Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages [...] ausgehen könnte“.[80] Es sei auch nicht dargelegt, „warum die Entstehung der Salden gleichbedeutend mit einem Haftungsmechanismus [...] ist und wie und in welcher Höhe sich [...] Haftungsrisiken für den Bundeshaushalt ergeben“ oder „die bestehenden TARGET2-Salden die Entscheidungsfreiheit der Bundesrepublik Deutschland – etwa mit Blick auf ein Verlassen des Euro-Währungsgebiets – erheblich beeinträchtigten“.[81] Dass es nach solchen Aussagen dann bei Anleihekäufen eigenständig eine Bedrohung der haushaltspolitischen Gesamtverantwortung aus TARGET2-Salden erkennen könnte, wäre zumindest überraschend.

Vor diesem Hintergrund ist die Rolle von Art. 123 AEUV offenkundig nicht die Minimierung von hypothetischen Verlustrisiken für den Bundeshaushalt im Fall des Zerfalls der Währungsunion, sondern die Sicherung von Preisstabilität. Er sollte daher auch nicht im Namen des Budgetrechts des Bundestags so ausgelegt werden, dass er seinem eigentlichen Zweck, der Erzielung von Preisstabilität, entgegensteht.

Das Bundesverfassungsgericht versucht nachvollziehbarerweise, die Grenzen des Mandats des ESZB zu präzisieren, um auf diese Weise eine schleichende Übertragung von Kompetenzen auf die Unionsebene zu verhindern.[82] Ebenfalls nachvollziehbarerweise versucht das Gericht, innerhalb des rechtlichen Rahmens Risiken für den deutschen Haushalt auszuschließen.[83] Dieses Ziel lässt sich aber nicht überzeugend über eine besonders strenge Auslegung des Verbots von Primärmarktankäufen (Art. 123 AEUV) verfolgen, wie wir in Box 2 erklären. Das Ziel des Artikels 123 AEUV ist die Sicherung der Preisstabilität, deren Erreichung durch eine extensive Auslegung des Artikels erschwert wird. Anstatt Art. 123 AEUV entgegen seines eigenen Zwecks auszulegen, sollte der Schutz des deutschen Haushalts über die dafür in den Verträgen vorgesehenen Artikel 121, 125 und 126 geschehen.

Bezogen auf die in der Rechtsprechung entwickelten Verbote folgt daraus für eine nichtmonetaristische Auslegung von Art. 123 AEUV:

- Das zweite Verbot des EuGH, mit dem das Tätigwerden mit gleicher Wirkung wie Primärmarktankäufe (etwa Sekundärmarktankäufe, die den Primärmarktkäufern im Vorhinein explizit mitgeteilt werden) verboten wird, sollte aufgegeben werden. Es ist in seiner Formulierung für die Zwecke der Norm unempfänglich. Das kann diesen Zwecken nur zufällig dienen und ansonsten nur schaden.

80 BVerfGE 135, 317 Rn. 139.

81 BVerfGE 135, 317 Rn. 140.

82 BVerfGE 154, 17 Rn. 103 f., 105 ff.; besonders deutlich ebd. Rn. 140, 142 f. betr. die Abgrenzung von Wirtschafts- und Währungspolitik.

83 S. o. Fn. 68 und BVerfGE 154, 17 Rn. 222 ff.

- Das dritte Verbot des EuGH, nach dem das mit Art. 123 AEUV verfolgte Ziel nicht durch Sekundärmarktankäufe umgangen werden darf (Umgehungsverbot), müsste auf Grundlage eines offenen Verständnisses von „gesunden“ öffentlichen Finanzen fortentwickelt werden. Es ist zu Recht am Zweck der Norm orientiert. Der ursprüngliche Zweck, Ausweitungen der Geldmenge zu verhindern, ist heute jedoch in seiner Kausalität widerlegt. Ein zweiter Zweck wird vom EuGH in der Verfolgung von gesunden öffentlichen Finanzen mit dem wiederum übergeordneten Ziel der Preisstabilität gesehen. In der Ziel-Hierarchie von Art. 123 AEUV dienen gesunde öffentlichen Finanzen der Preisstabilität. Auf dieser Grundlage muss im Einzelfall stets danach gefragt werden, ob Anleihekäufe am Sekundärmarkt das Ziel der Preisstabilität verfolgen. Wenn das der Fall ist, sollten danebenstehende Ziele wie wirtschaftspolitische Koordination und Haushaltsdisziplin nicht der Verfolgung von Preisstabilität durch die Zentralbanken entgegengesetzt werden, sondern nach ihren eigenen Regeln (Art. 121, Art. 126 AEUV) durchgesetzt werden.
- Das Bundesverfassungsgericht sollte den Schutz der haushaltspolitischen Gesamtverantwortung des Bundestags nicht weiter an Art. 123 AEUV festmachen und dabei die Vorschrift in immer detailliertere Maßgaben und Verbote fortentwickeln. Das war nie ihr Zweck. Ihr Zweck war ein Verbot monetärer Staatsfinanzierung wegen befürchteter inflationärer Wirkungen einer Geldmengenausweitung. In seiner aktuellen Auslegung durch das Bundesverfassungsgericht limitiert Art. 123 AEUV jedoch auf unnötige Weise den Handlungsspielraum der Geldpolitik und verhindert damit potenziell das Erreichen von Preisstabilität. Eine Neuauslegung in unserem Sinne würde dabei nicht den Schutz des Budgetrechts des Bundestags konterkarieren, im Gegenteil: Auch in Zukunft sollte intensiv geprüft werden, ob dieses gefährdet ist. Diese Prüfung sollte jedoch anhand derjenigen rechtlichen Maßstäbe erfolgen, die tatsächlich dafür geschaffen wurden: Art. 121, Art. 125 und Art. 126 AEUV.

4. Fazit

Das Verständnis von ökonomischen Zusammenhängen wandelt sich im Lauf der Zeit. Einmal geschriebene Regelwerke tun dies – bis zu ihrer formellen Änderung – nicht.

Der Maastricht-Vertrag vom 7. Februar 1992 über die Gründung der Europäischen Union enthält verschiedene Ziele, deren makroökonomisches Fundament sich insbesondere im Kapitel über die Wirtschafts- und Währungsunion niedergeschlagen hat. Die Mittel zur Verfolgung dieser Ziele sind dabei beeinflusst von den damaligen Annahmen über das Funktionieren der Wirtschaft.

Während die Ziele dieselben geblieben sind – Preisstabilität, gesunde öffentliche Finanzen und Schutz mitgliedstaatlicher Haushalte –, hat sich das Verständnis über die ökonomischen Zusammenhänge verändert. Solche Veränderungen in die Auslegung der einschlägigen Vorschriften zu integrieren, ist Aufgabe der juristischen Methode.

Die Zentralbanken haben sich heute weltweit von der Inflationssteuerung durch Geldmengensteuerung verabschiedet. Artikel 123 AEUV besteht fort. Die juristischen Methoden bieten aber die Möglichkeit, den fortgeschrittenen ökonomischen Kenntnisstand auch im Recht nachzuvollziehen. Das erfordert die Erkenntnis, dass ökonomische Zusammenhänge nicht nur Gegenstand wirtschaftswissenschaftlicher Theorie, sondern mit Art. 123 AEUV und seiner Auslegung auch Gegenstand des Rechts sind. Notwendig ist heute deshalb eine neue Auslegung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung: eine **nicht-monetaristische Auslegung von Art. 123 AEUV**.

Das Dezernat Zukunft ist eine überparteiliche Vereinigung, die Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik verständlich, kohärent und relevant erklären und neu denken will. Dabei leiten uns unsere Kernwerte:
Demokratie, Menschenwürde und breit verteilter Wohlstand.

www.dezernatzukunft.org

@DezernatZ

Diese Arbeit wurde unterstützt von der European Climate Foundation, Franziska-und-Otto-Bennemann Stiftung, Institute for New Economic Thinking, New Economics Foundation und Open Philanthropy.

Impressum

Veröffentlicht durch:
Dezernat Zukunft e.V.,
Tieckstraße 37, 10115 Berlin
www.dezernatzukunft.org

Vertretungsberechtigter Vorstand:
Dr. Maximilian Krahé

Vorstand:
Dr. Maximilian Krahé, Maximilian Paleschke, Nicolas Gassen

Vereinsregister des Amtsgerichts Charlottenburg
Vereinsregisternummer 36980 B
Inhaltlich Verantwortlicher nach §18 MstV: Dr. Maximilian Krahé

Herausgeber:
Dr. Maximilian Krahé, Köln
E-Mail: max.krahe@dezernatzukunft.org

Design:
Burak Korkmaz

Diese Arbeit von Dezernat Zukunft ist lizensiert unter der CC BY-NC 4.0

Die Inhalte können mit klarer Kennzeichnung der Quelle und, sofern angegeben, unter Angabe des Autors bzw. der Autorin verwendet werden.