

# RÜGE OHNE WIRKUNG

## EZB-ANLEIHEKÄUFE DURCH DEUTSCHES URTEIL NICHT GEFÄHRDET

In Kürze

- Das Bundesverfassungsgericht rügt die Kompetenzüberschreitung der EZB, sieht in dem Anleihekaufprogramm jedoch keine monetäre Staatsfinanzierung.
- Das Gericht verlangt einen klärenden Beschluss zum Kaufprogramm der EZB, wir rechnen mit keiner Blockade seitens der Bundesbank.
- An der kurzfristigen Geldpolitik der Eurozone sollte sich nach dem Urteil wenig ändern. Die EZB wird weiterhin sehr expansiv bleiben.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat beim Staatsanleihekaufprogramm kompetenzwidrig gehandelt und der Europäische Gerichtshof (EuGH) hat in seiner Billigung dieses Verhaltens nicht nachvollziehbar argumentiert. Das prangern wir an, doch wenn es künftig besser erklärt wird, kann damit fortgefahren werden.

So lässt sich überspitzt das Urteil des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) in der Causa Anleihekäufe in der Eurozone zusammenfassen. In erstaunlich direkten Worten wirft das deutsche Gericht der EZB vor, nicht im Rahmen ihrer primärrechtlich eingeräumten Kompetenzen gehandelt zu haben und die Verhältnismäßigkeit ihrer Geldpolitik in den Jahren 2015 bis 2018 nicht ausreichend geprüft zu haben. Dem EuGH wirft es ebenfalls Kompetenzüberschreitung vor, sowie in seiner Urteilsfindung wesentliche Sachverhalte ("völliges Ausblenden aller wirtschaftspolitischen Auswirkungen") außen vor gelassen zu haben. Der Bundesregierung wirft sie wiederum vor, nicht gegen das Kaufprogramm vorgegangen zu sein.<sup>1</sup>

Die Wortwahl der Verfassungsrichter ist sicherlich überraschend und dürfte weitere Wellen im innereuropäischen Zusammenspiel von nationalen und europäischen Gerichten schlagen. Für die Anleihekäufe der EZB sehen wir jedoch unmittelbar keine Auswirkungen.

Das liegt zum einen daran, dass das Urteil sich auf das im März 2015 aufgelegte Public Sector Purchase Programme (PSPP) und nicht das aktuelle Kaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) bezieht. Doch die Brücke vom PSPP zum PEPP wäre von neuen Klägern und Gerichten schnell zu schlagen. Immerhin finden der Kapital Schlüssel und das Emittentenlimit von 33 Prozent im PEPP keine zwingende Anwendung. Daher ist der zweite Grund

der wichtigere: Das BVerfG kommt zum Schluss, dass sich das Problem im Wesentlichen lösen ließe, wenn die EZB eingehender die Verhältnismäßigkeit ihres Handelns darlegen würde.

Angesichts des Zugriffs der EZB auf eine große volkswirtschaftliche Analyseabteilung und wortgewaltigen Experten zweifeln wir nicht daran, dass ihr dieser Nachweis in Zukunft gelingen sollte. Überhaupt stellte das BVerfG fest, dass kein Verstoß gegen das Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung vorläge, da das Anleihekaufprogramm an zahlreiche Auflagen gebunden sei, was direkter Staatsfinanzierung entgegenstehe.

Was ändert sich für die Zukunft? Das BVerfG sieht den Bundestag und die Bundesregierung in der Pflicht, auf eine Verhältnismäßigkeitsprüfung durch die EZB zu drängen, besonders für die Reinvestitionsphase vom 1. Januar 2019 bis zum November 2019. Darüber hinaus soll die EZB binnen drei Monaten in einem Beschluss nachvollziehbar darlegen, dass die Mittel, zu denen sie zur Erreichung ihrer währungspolitischen Ziele greift, nicht unverhältnismäßig sind, und alle damit verbundenen wirtschafts- und finanzpolitischen Auswirkungen hinreichend berücksichtigt seien. Ansonsten dürfte die Bundesbank nicht mehr am Anleihekaufprogramm teilnehmen. Trotz der bekannten Vorbehalte der Bundesbank gegenüber dem Programm gehen wir nicht davon aus, dass sie hier dem Votum der EZB widersprechen würde.

Das BVerfG fordert zudem, dass die Staatsanleihebestände langfristig zurückgeführt werden sollen, gab hierfür allerdings keinen konkreten Zeitrahmen vor. In keinem der Punkte sehen wir ein Hindernis für die EZB, an ihrem bisherigen Kurs festzuhalten, womit sich an der bestehenden Geldpolitik kurzfristig nichts ändern sollte.

<sup>1</sup> <https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2020/bvg20-032.html>

Die Nebenwirkungen ihrer Politik genauer zu durchleuchten und zu kommunizieren war hingegen ohnehin schon das erklärte Ziel der neuen EZB-Präsidentin Christine Lagarde. Ihr dürfte bewusst sein, dass sie ansonsten mit wachsendem Widerstand der nördlichen Eurozoneländer rechnen müsste,

denen die bedingungslose "weiter so"-Politik ihres Amtsvorgängers zunehmend missfiel. Insofern sollte die EZB mit diesem Urteil gut leben können, zumal das BVerG wohl nicht ohne Absicht in vielen Punkten vage genug geblieben ist, um der EZB keinen Gesichtverlust zuzufügen und genügend Handlungsspielraum zu gewähren.

---

## GLOSSAR

### Europäische Zentralbank (EZB)

Zentralbank der Eurozone

### Europäischer Gerichtshof

Höchste Stufe der Gerichtsbarkeit in der Eurozone

### Geldpolitik

Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

DWS Investment GmbH 2020

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 075657 (05/2020)