Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel

Fakultät Betriebswirtschaft

Technische Hochschule Nürnberg Georg Simon Ohm

www.ruckriegel.org

[www.menschlichere-wirtschaft.de](http://www.menschlichere-wirtschaft.de)

http://europa-geldpolitik.de

Nürnberg, 9.2.2014

Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 7.2.2014 - zur einer Einordnung aus ökonomischen Sicht

Sehr geehrte Frau Bundestagsabgeordnete,

liebe Frau Kolbe,

vielen Dank für Ihre E-Mail vom 30.8.2013.

Gerne komme ich Ihrem Wunsch nach, Sie auch nach Abschluss der Tätigkeit der Enquete-Kommission „Wachstum, Wohlstand, Lebensqualität - Wege zu nachhaltigem Wirtschaften und gesellschaftlichem Fortschritt in der Sozialen Marktwirtschaft“ des Deutschen Bundestages, die unter Ihrem Vorsitz stand, über meine Arbeit, über Neues von der Glücksforschung und der Psychologischen Ökonomie (Behavioral Economics) auf dem Laufenden zu halten.

Am 7.2.2014 machte der Zweite Senat des Bundesverfassungsgericht die schriftliche Fassung seines EZB-Urteils bekannt, das am 18.3.2014 mündlich verkündet wird. Die Entscheidung war nicht einstimmig (zu den einzelnen Positionen im Zweiten Senat siehe etwa http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise-verfassungsrichter-halten-ezb-programm-fuer-rechtswidrig-12789643.html). Zwar sieht die Mehrheit des Zweiten Senats das EZB-Programm zum Ankauf von Staatsanleihen (das sog. OMT-Programm) als rechtswidrig an, er hat aber zunächst den Europäischen Gerichtshof (EuGH) um die Klärung von europarechtlichen Einwände gebeten. Der EuGH hat nun zu klären, ob das OMT-Programm der EZB (besser des Eurosystems) von ihrem Mandat gedeckt ist und ob es gegen das EU-vertragliche Verbot monetärer Haushaltsfinanzierung verstößt (zur Einordnung aus rechtlicher Sicht siehe etwa http://www.focus.de/finanzen/news/gastkolumnen/kube/eine-premiere-in-karlsruhe-rettungsschirm-ja-anleihe-ankauf-nein\_id\_3599787.html).

Noch am 7.2.2014 haben das Ifo-Institut und ihr Präsident Prof. Hans-Werner Sinn eine Stellungnahme zu den (vier) entscheidenden Argumenten (der Mehrheit im Zweiten Senat), die gegen das OMT-Programm angeführt wurden, veröffentlicht (http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2014/Q1/press\_20140207-Stellungnahme-des-ifo-Instituts-und-von-Prof--Hans-Werner-Sinn-zur-heutigen-Erklärung-des-Bundesverfassungsgerichts-zum-OMT-Programm-der-EZB-.html).

Auszug:

"4. Die Absicht der EZB, die Zinsaufschläge der Märkte bei den Staatspapieren bedrängter Länder zu neutralisieren, spricht dafür, dass das OMT eine nach Artikel 123 AEUV verbotene monetäre Staatsfinanzierung ist.

Kommentar Prof. Sinn: Diese Position hatte das Gericht auch schon in seinem vorläufigen Urteil vom September 2012 vertreten. Dort sprach es von einem Verbot einer Politik, die darauf zielt, die Finanzierung eines Staates vom Kapitalmarkt unabhängig zu machen. In der neuen Stellungnahme wird das Gericht präziser, indem es sich generell gegen eine Politik wendet, die die Zinsaufschläge verringert. Diese Position ist ökonomisch korrekt, denn Zinsaufschläge sind das zentrale Mittel zur Vermeidung von Schuldenexzessen im Euroraum. Wenn sich Staaten überschulden, sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass sie die Schulden zurückzahlen werden, und die Gläubiger verlangen höhere Zinsaufschläge. Das wiederum bremst die Verschuldungsneigung. ..."

Die Argumentation, die die EZB bei der mündlichen Verhandlung im Juni 2013 (und bereits vorher und auch nachher - siehe weiter unten) zur Rechtfertigung des OMT-Programms vorgebracht hat, war - der ökonomischen Sichtweise der EZB gemäß - eine vollkommen gegensätzliche:

"Die EZB argumentiert hingegen, dass aus ökonomischer / wirtschaftspolitischer Sicht dem Eurosystem gar nichts anderes übrig geblieben sei, als am Markt zu intervenieren. „Some critics have argued that because of our determined policy action, the shoring up of bank capital and the consolidation of fiscal positions have been delayed. My answer is simple. Our measures gave breathing space from markets driven by panic, which were forcing the economy into a position where inappropriately high interest rates would make default a self-fulfilling prophecy. Adjustment would have been impossible. Instead of better capitalised banks and stronger fiscal positions we would have been left with financial and economic meltdown.“ so Mario Draghi (Draghi, 2013a). Der Vertreter der EZB bei der mündlichen Verhandlung beim Bundesverfassungsgericht, das (damalige, Anmerk. KR) Direktoriumsmitglied Jörg Asmussen, trug dazu im Einzelnen Folgendes vor (Asmussen, 2013): „Um die Notwendigkeit unserer geldpolitischen Maßnahmen zu verstehen, ist es wichtig, sich das ökonomische Umfeld im Sommer letzten Jahres (im Sommer 2012, Anmerk. KR) vor Augen zu führen: Die Angst vor einem unfreiwilligen Auseinanderbrechen der Währungsunion führte zu schweren Spannungen auf den Kapitalmärkten. Zentrum dieser Verwerfungen waren Turbulenzen auf dem Markt für Staatsanleihen − dem größten Kapitalmarkt im Eurogebiet. Zugleich ist der Markt für Staatsanleihen äußerst wichtig für die Preisbildung in anderen Kapitalmarktsegmenten, etwa für Bank- und Unternehmensanleihen. Die Unterschiede zwischen den Renditen der Staatsanleihen der Länder im Euro-Raum stiegen auf ein Maß, das in einigen Fällen über das durch die Fundamentaldaten gerechtfertigte Niveau deutlich hinausging. Ein Teil dieser Renditeaufschläge konnte durch die Sorge der Markteilnehmer um die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen erklärt werden. Fiskalische Gründe alleine reichten zur Erklärung allerdings nicht vollumfänglich, denn der rapide Anstieg der Renditeaufschläge im ersten Halbjahr 2012 ging nicht mit einer äquivalenten Verschlechterung der Fundamentaldaten dieser Länder einher. Gleichzeitig bestand akute Ansteckungsgefahr anderer Länder in der Eurozone, was auf systemische und nicht nur länderspezifische Risiken hindeutete. Ein wesentlicher, treibender Faktor war dabei die Marktbefürchtung über ein unfreiwilliges auseinanderbrechen der gemeinsamen Währung – d. h. die Angst vor der „Umkehrbarkeit des Euro“ und das damit verbundene implizite Wechselkursrisiko. Diese Einschätzung wurde auch in Modellrechnungen bestätigt, wonach der Renditeaufschlag, der nicht durch Fundamentaldaten erklärt werden konnte, im Juli 2012 für 2-jährige italienische und spanische Staatsanleihen bei bis zu 2 Prozentpunkten lag.“" (zitiert nach Görgens/ Ruckriegel/ Seitz, Europäische Geldpolitik, 6. Auflage, München 2014, S. 70).

Während die Mehrheit im Zweiten Senat des Bundesverfassungsgerichts und Hans-Werner Sinn also der neoklassischen Effizienzmarkttheorie folg(t)en, beruhte die Begründung der EZB auf den Erkenntnissen der Behavioral Economics.

Interessant sind in diesem Zusammenhang auch die Begründungen für die Vergabe des Nobelpreises für Wirtschaftswissenschaften 2013 - präziser: des 1968 [von der schwedischen Reichsbank in Erinnerung an Alfred Nobel gestifteten Preis für Wirtschaftswissenschaften](http://de.wikipedia.org/wiki/Von_der_schwedischen_Reichsbank_in_Erinnerung_an_Alfred_Nobel_gestifteter_Preis_f%C3%BCr_Wirtschaftswissenschaften). Für ihre Beiträge zur Frage der Vorhersehbarkeit der Preisentwicklung auf den Finanzmärkten erhielten u.a. Eugene Fama und Robert Shiller den Nobelpreis. Robert Shiller wurde für seine Arbeiten, die den Einfluss der Psychologie auf die längerfristige Preisentwicklung herausarbeiteten (Bubbles / Blasen), ausgezeichnet. Shiller hat also für seinen Arbeiten auf dem Gebiet der (angewandten) Behavioral Economics zur Erklärung der Ursachen der Finanzmarktkrisen den Nobelpreis verliehen bekommen. Eugene Fama erhielt ihn für seine Arbeiten zur Unmöglichkeit der Vorhersage von kurzfristigen Preisentwicklungen.

Je nachdem, welcher Interpretation/Erklärung des Marktverhaltens man mehr zuneigt, der neoklassischen Effizienzmarkttheorie, die auf der home oeconomicus-Annahme fußt, oder den Erklärungen der Behavioral Economics (präziser: welcher Ansatz die Realität besser erklärt bzw. abbildet), erscheint das OMT-Programm der EZB (besser des Eurosystem) in einem jeweils ganz anderem Licht.

Verweisen möchte ich hier auf meine letzte E-Mail vom 3.2.2014, in der ich mich unter "Bundesverfassungsgericht tut sich mit EZB-Urteil schwer" mit aktuellen Aussagen zur "Realität" auf den Finanzmärkten von EZB-Präsident Mario Draghi, von Bundesbankpräsident Jens Weidmann sowie mit einschlägigen Veröffentlichungen der EZB und der Deutschen Bundesbank beschäftigt habe (diese E-Mail findet sich auf meine Homepage www.ruckriegel.org unter der Rubrik (blauer Hintergrund): "E-Mails an die Vorsitzende der Enquete-Kommission"). Die Zentralbanken haben mittlerweile die Erkenntnisse der Behavioral Economics aufgenommen und u.a. auch ihr Instrumentarium entsprechend erweitert (Stichwort "makroprudenzielle Überwachung").

Eine Diskussion der Realitätsrelevanz der neoklassischen Effizienzmarkttheorie bzw. der Behavioral Economics vor dem Hintergrund der Immobilien-, Banken-, Wirtschafts- und Finanzkrisen der letzten Jahre findet sich in der 6. Auflage unseres Lehrbuchs zur Europäischen Geldpolitik im Kapitel I.3. Dieses Kapitel ist auch im Reader zu unserem Lehrbuch abgedruckt (siehe Anlage sowie http://europa-geldpolitik.de).

Mit den besten Grüßen aus Nürnberg

Ihr

Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel

Fakultät Betriebswirtschaft

Technische Hochschule Nürnberg Georg Simon Ohm

www.ruckriegel.org

[www.menschlichere-wirtschaft.de](http://www.menschlichere-wirtschaft.de)

http://europa-geldpolitik.de