

Deutscher Bundestag

Ausschuss für die Angelegenheiten
der Europäischen Union

Ausschussdrucksache

19(21)102

64. Sitzung am 25. Mai 2020



Prof. Jörg Rocholl, PhD
President

Berlin, 22. Mai 2020

Stellungnahme zur öffentlichen Anhörung des Ausschusses für die Angelegenheiten der Europäischen Union des Deutschen Bundestages zum Urteil des Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020 (2 BvR 859/15) in Sachen Staatsanleihekäufe der Europäischen Zentralbank

Das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) hat in seinem Urteil vom 5. Mai 2020 mehreren Verfassungsbeschwerden stattgegeben. Danach seien Bundesregierung und Deutscher Bundestag nicht dagegen vorgegangen, dass die Europäische Zentralbank (EZB) bei der Einführung und Durchführung des Public Sector Purchase Programme (PSPP) weder geprüft noch dargelegt habe, dass diese Maßnahmen verhältnismäßig seien. Das entsprechende Urteil des Gerichtshofs der Europäischen Union (EuGH) vom 11. Dezember 2018 wird als „schlechterdings nicht mehr nachvollziehbar“ und damit „ultra vires“ bewertet. Das BVerfG kann hingegen keinen Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung feststellen. Während das Urteil sich nicht auf gegenwärtige Maßnahmen im Rahmen der Corona-Pandemie bezieht, ist dem langjährigen Chefvolkswirt der EZB Otmar Issing beizupflichten, der im Urteil *„Sprengstoff für die weiteren Aktivitäten der EZB“* begründet sieht.¹

Eine juristische Einordnung des Urteils liegt außerhalb des Kompetenzbereichs des Verfassers, sie wäre demnach wie ein „Ultra-vires-Akt“ zu betrachten, daher konzentriert sich diese Stellungnahme auf den ökonomischen Kontext und die entsprechenden Implikationen.

¹ EuGH versus Bundesverfassungsgericht, Standpunkt, FAZ vom 16. Mai 2020.

1) Berechtigte Fragen an die EZB und weitere Akteure

Der EZB ist im Zuge der weltweiten Finanzkrise im Jahr 2008 und der nachfolgenden europäischen Schuldenkrise eine immer größere Bedeutung zugefallen, die durch die gegenwärtige Corona-Pandemie nochmals besonders akzentuiert wird. Fragen ihrer Unabhängigkeit gegenüber den Regierungen der Mitgliedstaaten und zunehmend ihrer Unabhängigkeit gegenüber den Erwartungen der internationalen Finanz- und Kapitalmärkte werden daher mit umso größerer Intensität diskutiert. Dabei wird häufig übersehen, dass die außergewöhnlichen Maßnahmen der EZB gerade ab dem Jahr 2012 wesentlich darauf zurückzuführen sind, dass die Staaten und Regierungen in der Europäischen Union (EU) und besonders in der Eurozone an die Grenzen ihrer fiskalischen und politischen Möglichkeiten geraten waren – oder diese zumindest nicht weiter testen und einsetzen wollten. Die EZB wurde damit zunehmend und immer wieder als einzige handlungsfähige Institution in Europa angesehen, als „lender of last resort“ oder, wie Otmar Issing es formuliert, als „*only game in town*“.² Die damit einhergehenden Erwartungen bergen die Gefahr einer allmählichen Überforderung der EZB und erzwingen daher politische Maßnahmen, die dieser Überforderung durch Schritte wie eine tiefere Integration der Kapitalmärkte in Europa, eine sinnvoll gestaltete Vollendung der Bankenunion und eine stärkere Unterstützung durch fiskalische Maßnahmen entgegenwirken.

Die drohende Überforderung der EZB wird an mehreren Stellen deutlich, auch wenn diese teilweise erst nach dem für das Urteil relevanten Betrachtungszeitraum liegen. Folgende Beispiele sollen diesen Punkt näher illustrieren. Erstens stellt sich die Frage, wer für was zuständig ist. Die EZB-Präsidentin Christine Lagarde sagte in einer Pressekonferenz am 12. März 2020 im Einklang mit dem Mandat der EZB: *„We are not here to close spreads. This is not the function of the mission of the ECB. There are other tools for that, and there are other actors to actually deal with.“*³ Die unmittelbare Reaktion der Märkte für Staatsanleihen war deutlich: So erhöhten sich die Renditen für 10-jährige italienische Staatsanleihen schlagartig um 40 Basispunkte, während die Renditen für entsprechende deutsche Staatsanleihen – vermutlich als Folge der Suche nach einem „sicheren Hafen“ – um einige Basispunkte fielen. Die offenbar durch diese Entwicklung an den Finanzmärkten hervorgerufene, unmittelbar nachfolgende Korrektur der vorherigen Aussagen zeigen den Einfluss, den Maßnahmen der EZB auf die Finanzierung von Staaten in der Eurozone haben. Frau Lagardes Hinweis auf die anderen, tatsächlich verantwortlichen Mechanismen und Akteure bleibt daher von hoher Dringlichkeit und Relevanz.

² EuGH versus Bundesverfassungsgericht, Standpunkt, FAZ vom 16. Mai 2020.

³ <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconfi/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.en.html>, abgerufen am 22. Mai 2020.

Zweitens stellt der Befund des „Overbanking“ in Europa, wie er zum Beispiel vom Advisory Scientific Committee des European Systemic Risk Board im Jahr 2014 festgestellt wurde, eine Gefahr für die Stabilität des Finanzsystems und damit verbunden für die nachhaltige Unternehmensfinanzierung in Europa dar. Forschungspapiere wie Fecht, Nyborg, Rocholl und Woschitz (2018) weisen darauf hin, dass ein wesentlicher Faktor für die Nachhaltigkeit des Bankensystems im Umstand begründet liegt, unter welchen Konditionen und damit vor allem gegen welche Sicherheiten die EZB im Rahmen ihrer Offenmarktgeschäfte Kreditinstituten Liquidität zur Verfügung stellt. Der Sicherheitenrahmen des Eurosystems hat seit der Finanzkrise im Jahr 2008 deutliche Lockerungen erfahren, die im Zuge der gegenwärtigen Krise weiter aufgeweicht werden. Eine – nach der Krise des Jahres 2008 ausgebliebene – Wiederverschärfung der Standards nach der Krise mag darin begründet liegen, dass Mitgliedstaaten nicht ausreichend auf die mögliche Abwicklung von Banken und deren finanziellen und sonstigen Folgen vorbereitet sind. Auch hier müssten also staatliche Maßnahmen erfolgen, um die drohende Überforderung der EZB zu reduzieren.

Drittens ist die Unabhängigkeit für Zentralbanken ein notwendiges und wichtiges Gut für ihr Ziel der Wahrung der Preisstabilität. Die wissenschaftliche Literatur belegt sowohl theoretisch als auch empirisch, dass unabhängige Zentralbanken dieses Ziel am besten erreichen können. Das Mandat der EZB ist dabei enger gesteckt als zum Beispiel das Mandat ihres amerikanischen Gegenparts, der Federal Reserve Bank (Fed). Während die Fed auch wirtschaftspolitische Ziele als Kern ihres Mandats ausdrücklich verfolgen soll, kann die EZB die Verfolgung dieser Ziele nur unter Wahrnehmung der Preisstabilität unterstützen. Gerade wegen der hohen Bedeutung einer unabhängigen Zentralbank ist die Frage bedeutsam, welche Maßnahmen zum Mandat der EZB gehören – und welche nicht. Das jüngste BVerfG-Urteil sollte als Sensibilisierung in diesem Punkt für die EZB und die politischen Akteure verstanden werden.

2) Zur Bestimmung des Zinssatzes

Das BVerfG betont in seiner Urteilsverkündung an mehreren Stellen die Konsequenzen des gegenwärtigen Niedrigzinsniveaus. So führt das Urteil beispielsweise aus: *„Die mit dem PSPP unterstützte Senkung des allgemeinen Zinsniveaus entlastet damit unstreitig die Staatshaushalte der Mitgliedstaaten...“*⁴

⁴ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 – Rn. 170.

Weiter: „Zugleich werden die Banken zu vermehrter Kreditvergabe trotz eines abgesenkten Zinsniveaus angehalten...“⁵

Oder: „Durch die Senkung des allgemeinen Zinsniveaus ermöglicht das PSPP ferner, dass wirtschaftlich an sich nicht mehr lebensfähige Unternehmen weiterhin am Markt bleiben, weil sie sich mit günstigen Krediten versorgen können...“⁶

Schließlich in der Zusammenfassung: „Zu den Folgen des PSPP gehören zudem ökonomische und soziale Auswirkungen auf nahezu alle Bürgerinnen und Bürger, die etwa als Aktionäre, Mieter, Eigentümer von Immobilien, Sparer und Versicherungsnehmer jedenfalls mittelbar betroffen sind. So ergeben sich etwa für Sparvermögen deutliche Verlustrisiken.“⁷

Diese Beschreibungen implizieren, dass das gegenwärtige Niedrigzinsniveau zu einem wesentlichen (oder gar ausschließlichen) Teil durch die Zentralbanken und vor allem durch die EZB zu verantworten sei. Wenn diese Interpretation der Aussagen richtig sein sollte, dann wäre sie kritisch zu hinterfragen. Um es in den Worten von Gerald Braunberger von der FAZ zusammenzufassen: „Für die Deutschen kommt der Zins vom Amt. Für andere bestimmt er sich vor allem durch den Markt. Darum bleibt er niedrig.“⁸

Nachfolgend werden die Bestimmungsgründe für den Zinssatz in Anlehnung an Große-Rüschkamp und Rocholl (2020) näher betrachtet:⁹

Seit den 1980er Jahren ist der reale Zinssatz, d.h. der Zinssatz nach Berücksichtigung der Inflation, gesunken. Gleichzeitig hat eine langanhaltende Phase niedriger Inflationsraten eingesetzt; demnach sind auch die nominalen Zinssätze gefallen. In Abbildung 1 ist die Rendite der langfristigen Staatsanleihen des Bundes im Zeitverlauf abgetragen. Die Bundesanleihen besitzen im Euroraum sogenannten Benchmark-Status, d.h. aufgrund der hohen Sicherheit und Marktliquidität der Anleihen gilt ihr jeweils aktueller Handelskurs auf den Finanzmärkten als wichtiger Orientierungspunkt. Aus diesem Grund bildet die sich aus dem Kurs resultierende Rendite einen der wichtigsten Zinssätze im Euroraum und darüber hinaus. Aus

⁵ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 – Rn. 172.

⁶ BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 – Rn. 174.

⁷ <https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Pressemitteilungen/DE/2020/bvg20-032.html>, abgerufen am 22. Mai 2020.

⁸ FAZ vom 9. August 2019.

⁹ Große-Rüschkamp, B. und J. Rocholl, 2020, Ursachen und Konsequenzen von Niedrigzinsen, Working Paper.

dem Verlauf der Rendite in Abbildung 1 ist ersichtlich, dass diese Rendite seit Mitte der 1980er Jahre im langfristigen Durchschnitt gefallen ist.

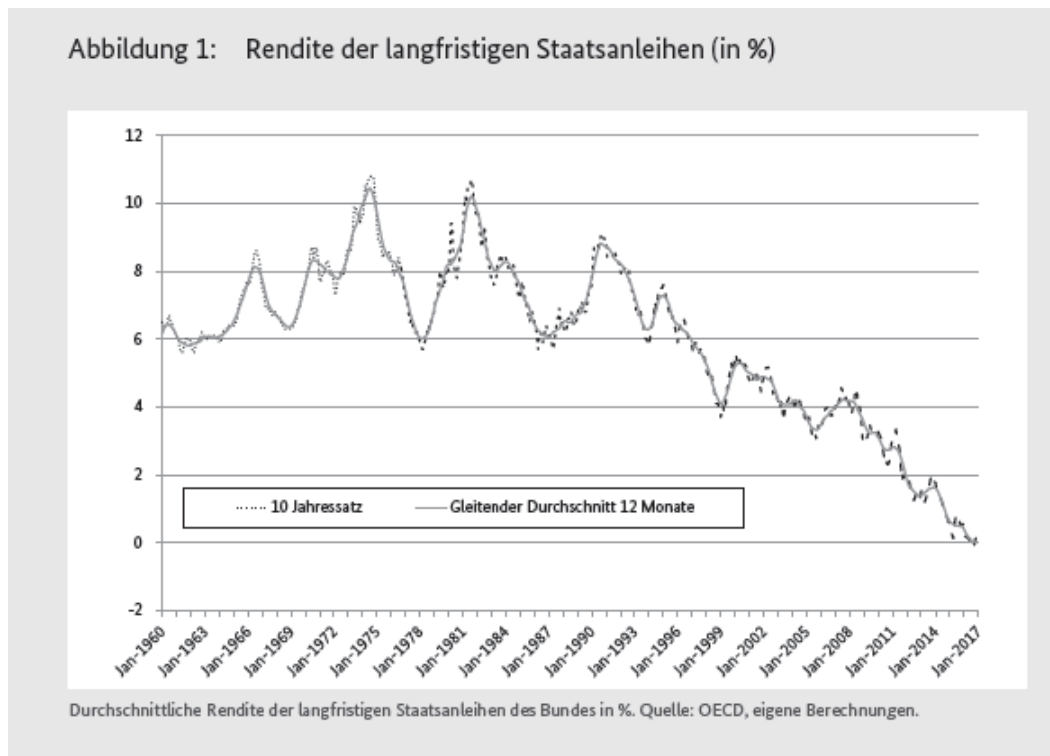


Abbildung 1 (aus dem Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim BMF, 2017)

Diese Entwicklung ist nicht auf Deutschland oder die Eurozone beschränkt, sondern stellt ein globales Phänomen dar. Abbildung 2 zeigt in Anlehnung an Blanchard, Furceri und Pescatori (2014) einen Rückgang des durchschnittlichen realen Zinssatzes der Industrieländer von ca. 5% in den 1980er Jahre auf ca. 2% kurz vor der Finanzkrise von 2008 und dann bis hin zur Nullgrenze im Jahre 2012.¹⁰ In vielen Volkswirtschaften ist der Realzins seitdem weiter gesunken und befindet sich nun im negativen Bereich. Darüber hinaus wird aus Abbildung 2 ersichtlich, dass sich die Abweichung der Zinssätze zwischen den Volkswirtschaften erheblich verringert hat, d.h. der Rückgang des mittleren Realzinses wird nicht durch einige Ausreißer getrieben, sondern ist eine Entwicklung, die gleichermaßen alle Industrieländer betrifft. Dies wird in Abbildung 2 durch den Interquartilsabstand dargestellt, der die Streuung der Zinssätze der verschiedenen Länder um ihr gemeinsames arithmetisches Mittel zu jedem Zeitpunkt anzeigt. Diese Streuung ist ebenso wie der Mittelwert in dem angegebenen Zeitraum geschrumpft. Diese Evidenz lässt

¹⁰ Blanchard, O. J., Furceri, D., Pescatori, A. (2014). "Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures", VoxEU, 101.

Blanchard et al. (2014) von einem zunehmend „globalen Zinssatz“ sprechen, der auf einem globalen Markt gebildet werde. Risikoadjustierte Unterschiede im Zinssatz zwischen den unterschiedlichen Volkswirtschaften werden auf einem solchen Markt durch Arbitrage eliminiert, beispielsweise durch sogenannte Carry-Trades.

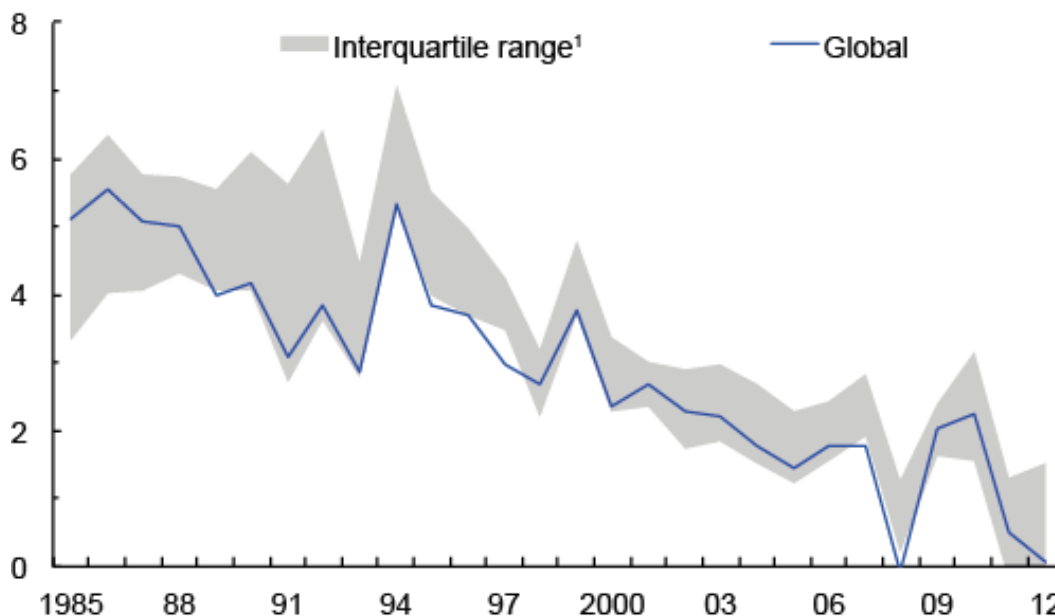


Abbildung 2 (Blanchard, Fuceri und Pescatori, 2014)

Während der Befund, dass es sich um eine globale Entwicklung handle, weitgehend anerkannt wird, ist in den letzten Jahren eine oft kontroverse Diskussion um die Ursachen des Rückganges geführt worden. Da es sich um einen längerfristigen Trend handelt und der reale Zinssatz sich als Durchschnitt über die jeweiligen Konjunkturzyklen hinweg bei jedem folgenden Zyklus weiter verringert hat (Krugman, 2014), ist die Erklärung als ein rein zyklisches Phänomen unwahrscheinlich, obgleich zyklische Faktoren, vor allem in den Jahren der Finanzkrise von 2008, einen verstärkenden Effekt gehabt haben könnten.¹¹

a) Die Rolle der Geldpolitik

Der Einfluss der Geldpolitik wird kontrovers diskutiert. Auf der einen Seite wirkt klassischen makroökonomischen Modellen zufolge Geldpolitik in der langen Frist neutral, d.h. die Geldpolitik hat keinen dauerhaften Einfluss auf reale Zinssätze oder Löhne. Die Beobachtung der gefallen realen

¹¹ Krugman, P. (2014). "Four Observations on Secular Stagnation", in "Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures", VoxEU S. 131-142.

Renditen hat viele Ökonomen schließen lassen, dass der sogenannte natürliche Zinssatz gefallen ist (Rachel und Summers, 2019). Der natürliche Zinssatz ist der, bei dem gesamtwirtschaftlich die tatsächliche Produktion der potentiellen Produktion entspricht und der sich in einer Volkswirtschaft mit vollständig flexiblen Preisen bei Vollbeschäftigung bilden würde. In diesem Zustand herrscht eine konstante Inflationsrate. Im Falle einer dauerhaft zu expansiven Geldpolitik, die den Zentralbankzins auch in Zeiten, in denen die Ökonomie an ihrer Potentialgrenze operiert, zu niedrig belässt, würde die Inflation steigen. Eine Implikation dieser Sichtweise ist, dass bei konstanter Inflation Geldpolitik dem natürlichen Zinssatz mehr oder weniger passiv folgt. Dass die Inflation der letzten Jahrzehnte konstant niedrig gewesen ist und im letzten Jahrzehnt regelmäßig unterhalb den von Zentralbanken ausgegebenen Inflationszielen lag, stützt das Narrativ des fallenden natürlichen Zinssatzes. Dieses steht im direkten Gegensatz zur These, dass niedrige Zinssätze zuvorderst ein Resultat übertrieben expansiver Geldpolitik seien, eine in Politik und Presseberichterstattung häufig geäußerte Ansicht.

Nichtdestotrotz gibt es Argumente dafür, dass das gerade beschriebene Narrativ möglicherweise unvollständig ist. Autoren der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (Juselius, Borio, Disyatat und Drehman, 2016) zufolge gibt es Anhaltspunkte, dass die Geldpolitik durch ihren Einfluss auf finanzielle Variablen dauerhaften Einfluss auf das Potentialwachstum und dementsprechend auf den natürlichen Zinssatz haben könnte.¹² Die Autoren argumentieren, dass die Geldpolitik die durchschnittliche Schuldendienstbelastung einer Ökonomie beeinflusst, die durch den Verschuldungsgrad und die Vermögenspreisentwicklung im Zusammenhang mit der Potentialproduktion steht. Die Autoren fordern, dass Zentralbanken eine sehr viel deutlichere Geldpolitik des „Sich-gegen-den-Wind-Lehnens“ durchführen sollten, um damit das Kredit- und Vermögenspreiswachstum durch Zinserhöhungen im Aufschwung frühzeitig zu begrenzen. Andernfalls würde expansive Geldpolitik sich dauerhaft verstetigen, da ein starker „Boom-Bust-Zyklus“ das Potentialwachstum beschädige und in der überschuldeten Wirtschaft eine kontinuierlich expansive Geldpolitik nötig mache.

Als weiterer Punkt wird diskutiert, inwieweit durch das Zusammenspiel von expansiver Geldpolitik und einem unterkapitalisierten Bankensektor Liquidität an nicht mehr kompetitive Unternehmen geleitet wird, deren Insolvenz dadurch lediglich hinausgezögert, aber letztlich nicht vermieden wird. Durch diese sogenannten Zombie-Kredite können in den betroffenen Branchen Überkapazitäten entstehen, die bei

¹² Juselius, M., Borio, C. E., Disyatat, P., & Drehmann, M. (2016). „Monetary policy, the financial cycle and ultralow interest rates“. Bank of Finland Research Discussion Paper, (24).

gleichzeitig fallender durchschnittlicher Produktivität und sinkenden Investitionen zu sinkenden Produzentenpreisen führen können (Acharya, Eisert, Eufinger und Hirsch, 2019).¹³ Die dadurch entstehenden deflationären Tendenzen würden zu fallenden Zinsen beitragen.

Schließlich argumentieren einige Ökonomen, dass eine Zentralbank an der Nullzinsgrenze, entgegen klassischer makroökonomischer Modelle, durch Zinsanhebungen Inflation erzeugt, dadurch der Liquiditätsfalle entkommt und auf einen normalen Zinspfad zurückkehren kann. Dieser Effekt hängt jedoch davon ab, dass die Zinssatzanhebung der Zentralbank glaubwürdig als dauerhafte Selbstverpflichtung wahrgenommen wird. Dieser Mechanismus wird auch als Neo-Fisher Effekt bezeichnet (Uribe, 2020).

b) Die Rolle struktureller Faktoren

Da der Zinssatz als Mietpreis für Kapital verstanden werden kann, ist es naheliegend, die Ursachen des fallenden Zinssatzes im Zusammenspiel von Angebot an und Nachfrage nach Kapital zu suchen. Wenn aus strukturellen Gründen das Kapitalangebot zunimmt und/oder die Kapitalnachfrage zurückgeht, dann muss der Zinssatz ebenfalls fallen, um die Kapitalmärkte wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Demnach lässt sich ein fallender Zinssatz mit einem Anstieg im Kapitalangebot, einem Rückgang in der Kapitalnachfrage oder beiden Entwicklungen erklären.

Dem Konzept der säkularen Stagnation zufolge (Summers, 2014) führt das gestiegene Kapitalangebot und die gefallene Kapitalnachfrage zu einer Situation, in der ein Angebotsüberhang an Kapital die gesamtwirtschaftliche Nachfrage reduziert, das Wirtschaftswachstum und die Inflation dämpft und dadurch die realen Zinssätze fallen lässt. In einem solchen Szenario besteht die Möglichkeit, dass der natürliche Zinssatz negativ ist. Aufgrund der Nullzinsgrenze kann also der Zinssatz, der nötig wäre, um den Markt für Kapital bei Vollbeschäftigung zu räumen, nicht erreicht werden. Das wiederum kann laut Summers (2014) zu Problemen wie längerfristigem Niedrigwachstum und Vermögenswertblasen und daraus folgender Finanzinstabilität führen.

¹³ Acharya, V V, M Crosignani, T Eisert, and C Eufinger (2019a), "Zombie Credit and (Dis-) Inflation: Evidence from Europe", Working Paper, Nw York University Stern School of Business.

Auch wenn nicht geklärt ist, ob sich die Welt tatsächlich in einem Szenario der säkularen Stagnation befindet, so bleibt die Grundthese bestehen, dass Änderungen bei Kapitalangebot und -Nachfrage für den fallenden Zinssatz (mit-)verantwortlich sind.

Anstieg des Kapitalangebots

Das Kapitalangebot in einer Volkswirtschaft wird durch Sparer im Austausch gegen Forderungen, d.h. Eigentums- oder Schuldtitel bereitgestellt. Diese Forderungen können direkt gehalten werden, beispielsweise in Form von Immobilien- bzw. Unternehmenseigentum, oder indirekt durch Finanzintermediäre wie Banken, Fonds oder Versicherungen. Das Kapitalangebot ergibt sich aus den Ersparnissen der Haushalte, d.h. für das absolute Angebot ist einerseits die Sparquote als Anteil der Ersparnisse am Einkommen und andererseits die Höhe des Einkommens relevant; in der Regel wird jedoch hauptsächlich die relative Größe der Sparquote betrachtet. Insofern die Kapitalmärkte weltweit als integriert betrachtet werden können und damit nationale Zinssatzdifferenzen durch Kapitalströme ausgeglichen werden können, sind weniger die nationalen Sparquoten als der nach Wirtschaftsgröße gewichtete Durchschnitt der Sparquoten aller Länder für die Betrachtung des Kapitalangebots relevant. Trotz vieler weiterhin bestehender Friktionen zeigt die Konvergenz der nationalen Zinssätze, wie in Abbildung 2 zu erkennen, dass die Annahme eines global integrierten Marktes eine gute Annäherung an die Realität darstellt. Dementsprechend werden im Folgenden mehrere Entwicklungen der letzten Jahrzehnte diskutiert, die potentiell eine Erhöhung der globalen Sparquote bewirkt haben.

Ein potentieller Grund für einen Anstieg im Kapitalangebot ist in den Auswirkungen des demographischen Wandels zu suchen, der in unterschiedlichem Ausmaß Industrie- und Schwellenländer betrifft. Optimales Verhalten für rationale Agenten in klassischen Lebenszyklusmodellen setzt eine Vermögensaufbauphase voraus, die zeitlich mit dem Arbeitsleben zusammenfällt. Da das Einkommen im Allgemeinen mit der Berufserfahrung steigt, sind die höchsten Einkommen und damit Ersparnisse gegen Ende des Berufslebens zu erwarten. Im Ruhestand findet dann ein Entsparen statt, dies entspricht einer negativen Sparquote, und das zuvor akkumulierte Vermögen wird graduell aufgebraucht. Der demographische Wandel ist ein Zusammenspiel zweier Entwicklungen, zum einen der steigenden Lebenserwartung und zum anderen der fallenden Fertilität. So trägt eine steigende Lebenserwartung, die zu der berechtigten Erwartung einer erheblichen Lebenszeit im Ruhestand führt, zu einem wachsenden Bedarf an Altersvorsorge. Zusammen mit einem Kohorteneffekt bietet sie eine potentielle Erklärung für den sinkenden Realzinssatz: die geburtenstarken Jahrgänge der Nachkriegsgeneration, die in den 1970er und 1980er Jahren in das

Berufsleben eingestiegen ist, gehen auf den Ruhestand zu. Gemäß dem Lebenszyklusmodell ist demnach seit dem Berufseinstieg ein zunehmend höheres Kapitalangebot aufgrund steigender Sparleistung zu erwarten gewesen. Dieses Verhalten könnte auch durch Unsicherheit bezüglich der Leistungsfähigkeit von staatlich organisierten Altersvorsorgeprogrammen verstärkt worden sein, insbesondere bei umlagebasierten Systemen, die durch den demographischen Wandel zunehmend in eine Schieflage geraten.

Schwellenländer sind in den letzten 30 Jahren immer stärker in das internationale Handelssystem und die internationalen Kapitalmärkte integriert worden. Zuvorderst China, aber auch Länder wie Russland, Brasilien oder Saudi-Arabien, weisen im Durchschnitt sehr hohe gesamtwirtschaftliche Sparquoten auf. Entwicklungs- und Schwellenländer haben aufgrund der geringen Kapitalintensität ihrer Volkswirtschaft einen hohen Investitionsbedarf. Die Sparquoten in den Schwellenländern liegen allerdings so hoch, dass sie die sehr hohe inländische Investitionsquote übersteigen. So liegt beispielsweise die Sparquote in China bei 46% des Bruttoinlandsprodukts (Weltbank, 2018). Die positive Differenz zwischen Spar- und Investitionsquote führt zu einem Leistungsbilanzüberschuss, der das Nettokapitalangebot auf den globalen Finanzmärkten erhöht und damit eine sogenannte Sparschwemme verursacht (Bernanke, 2005).¹⁴ Ein Grund für die hohe gesamtwirtschaftliche Sparquote könnte im Aufbau von Devisenreserven vieler Schwellenländer als Vorsichtsmaßnahme nach den Erfahrungen in den Währungskrisen der 1990er Jahren liegen, wie in Mexiko 1994 und Ostasien 1997-98 als auch Russland, Brasilien und Argentinien 1998, 1999 und 2002. Für diese These spricht, dass die Schwellenländer Mitte der 1990 Jahre noch Kapitalimporteure waren und erst in den letzten Jahren des letzten Millenniums zu Kapitalexporteuren wurden. Zugleich gibt es die These, dass das Fehlen zuverlässiger Sozialsysteme Haushalte in Schwellenländern zu Vorsichtsparen motiviert. Dieser Faktor würde bei steigenden Einkommen quantitativ relevanter werden, da viele Haushalte mit dem Überschreiten der Subsistenzschwelle zum ersten Mal die Möglichkeit zum Sparen bekommen und ein prozentual hoher Anteil des steigenden Einkommens zurückgelegt wird.

Ein weiterer Trend seit den 1980er Jahren, insbesondere in den USA, ist eine steigende Einkommensungleichheit (Piketty, Saez und Zucman, 2018).¹⁵ So lag im Jahr 2014 das durchschnittliche

¹⁴ Bernanke, Ben, (2005), "The global saving glut and the U.S. current account deficit", No 77, Speech, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

¹⁵ Piketty, T., Saez, E., & Zucman, G. (2018). "Distributional national accounts: methods and estimates for the United States". The Quarterly Journal of Economics, 133(2), 553-609.

Vorsteuereinkommen in der unteren Hälfte der Einkommensverteilung in den USA bei ca. USD 16.000 pro erwachsenen Amerikaner und ist kaufkraftbereinigt seit 1980 nicht mehr gestiegen. Auch die Berücksichtigung von Steuern und Transfers ändert den Befund nur marginal. Gleichzeitig ist das Durchschnittseinkommen aller Amerikaner im selben Zeitraum um 60% auf USD 64.500 gestiegen, was im Ergebnis dazu führte, dass der Einkommensanteil der unteren Hälfte von 20% in 1980 auf nur 12% in 2014 gefallen ist. Das Bild wird noch deutlicher, wenn man den obersten Rand der Verteilung betrachtet: So ist das jährliche Vorsteuereinkommen der bestverdienenden 1% der amerikanischen Bevölkerung von USD 420.000 in 1980 auf USD 1,3 Mio. im Jahr 2014 angestiegen. Diese Entwicklung ist in Europa deutlich weniger eindeutig als in den USA, vor allem bei Betrachtung der Einkommen nach Steuern und Transfers in Deutschland, aber ein zumindest leichter Trend zu mehr Einkommensungleichheit lässt sich in einigen europäischen Ländern ebenso feststellen (Alvaredo, Atkinson, Picketty, Saez und Zucman, 2011-2017; Wissenschaftlicher Beirat beim BMF, 2017).¹⁶¹⁷ Wenn reichere Haushalte im Durchschnitt einen höheren Anteil ihres Einkommens sparen, dann führt ein Anstieg der Einkommen im oberen Teil der Einkommensverteilung zu steigenden Ersparnissen insgesamt. Sowohl die gestiegene Einkommensungleichheit als auch die im Durchschnitt höhere Sparquote reicher Haushalte sind gut belegt. Mian, Straub und Sufi, 2019 zeigen Evidenz, der zufolge der Anstieg der Ersparnisse in den USA durch die Einkommensungleichheit in der gleichen Größenordnung liegen wie die zuvor beschriebene internationale Sparschwemme.¹⁸ So reichen laut Mian et al. (2019) seit dem Jahr 2000 die jährlichen Ersparnisse der reichsten 1% der Amerikaner aus, den Mittelbedarf der Nettoinvestitionen der US-amerikanischen Wirtschaft zu decken.

Abnahme der Kapitalnachfrage

Es gibt nicht nur Hinweise auf ein gestiegenes Kapitalangebot, sondern zugleich ist es möglich, dass die Nachfrage nach Kapital gefallen sein könnte. Hierzu werden die folgenden potentiellen Ursachen diskutiert.

Der bereits diskutierte Trend der steigenden Lebenserwartung ist nicht der einzige Aspekt, der den demographischen Wandel antreibt. Zugleich ist auch die Geburtenrate gefallen und befindet sich in

¹⁶ Alvaredo, Facundo, Anthony Atkinson, Thomas Picketty, Emmanuel Saez, und Gabriel Zucman (2011-2017). "The World Wealth and Income Database". <http://www.wid.world>.

¹⁷ Wissenschaftlicher Beirat des BMF (2017). „Einkommensungleichheit und soziale Mobilität“. https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Ministerium/Geschaeftsbereich/Wissenschaftlicher_Berat/Gutachten_und_Stellungnahmen/Ausgewaehlte_Texte/2017-02-28-einkommensungleichheit-und-soziale-mobilitaet-anlage.pdf

¹⁸ Mian, Atif, Ludwig Straub, and Amir Sufi. "The Saving Glut of the Rich and the Rise in Household Debt." Working Paper

einigen Ländern, darunter in Deutschland, unterhalb des Reproduktionsniveaus von 2,1 Kindern pro Frau. Dies hat Konsequenzen für die Größe der Erwerbsbevölkerung, die in vielen Industrieländern nur noch durch Migration konstant gehalten werden kann. Durch den sich daraus ergebenden stagnierenden oder fallenden Anteil der Erwerbsbevölkerung sowie durch eine bereits jetzt hohe Kapitalintensität sinkt die Anzahl der profitablen Investitionsmöglichkeiten. Dies verringert die Nachfrage nach Kapital.

Als weiterer Punkt wird häufig der Rückgang der relativen Preise von Kapitalgütern erwähnt. Seit 1990 sind die Preise auf Maschinen und Anlagen relativ zu Konsumgüterpreisen um 40-60% gefallen. Ein besonders herausragendes Beispiel ist der Rückgang der Preise von Computern in Höhe von 90% in diesem Zeitraum. Computer sind ein wichtiger Inputfaktor in vielen Geschäftsmodellen. Niedrigere Preise von Kapitalgütern haben das Potential, die Kapitalnachfrage zu senken, wenn eine identische Investitionshöhe mit geringeren Ausgaben erreicht werden kann. Zugleich ist es jedoch plausibel, dass geringere relative Preise von Kapitalgütern die optimale Investitionshöhe gegenüber dem Ausgangszustand erhöht haben (Weichang, Novta, Pugacheva, Timmer und Topalova, 2019). Dieser Effekt würde den Rückgang der relativen Kosten von Kapitalgütern durch einen Anstieg der Nachfrage derselben zu einem gewissen Grad kompensieren. Der Nettoeffekt geringerer Preise von Investitionsgütern auf die Kapitalnachfrage ist daher umstritten.

Darüber hinaus ist die Bedeutung von physischen Produktionsfaktoren, beispielsweise Maschinen und Fabriken, gegenüber immateriellen Produktionsfaktoren wie geistiges Eigentum, d.h. Patente, Software, Markenrechte etc., gefallen. Die Bereitstellung von immateriellen Produktionsfaktoren erfordert üblicherweise einen hohen Einsatz an Humankapital und einen geringeren Kapitaleinsatz. Zudem sind physische Kapitalgüter aufgrund ihrer besseren Eigenschaften als Kreditsicherheiten leichter zu finanzieren. Diese Gründe könnten weiterhin zum Rückgang der Kapitalnachfrage beigetragen haben.

Ein weiterer wichtiger makroökonomischer Trend ist eine abnehmende Wettbewerbsintensität und steigende Marktkonzentration seit den 1980er Jahren, speziell in den USA. Dieser Effekt kann auch auf das steigende Gewicht sogenannter Superstar-Firmen zurückgeführt werden (Autor, Dorn, Katz, Patterson und Van Reenen, 2020). Superstar-Firmen sind hochproduktive Unternehmen, die in ihrer jeweiligen Branche unangefochtene Marktführer sind und in ihren Geschäften hohe Margen erzielen können. Die steigende Marktkonzentration wurde in vielen Fällen durch Innovationen getrieben, die die durch hohe Fix- und niedrige variable Kosten charakterisierten softwaregetriebenen Geschäftsmodelle ermöglicht.

Dies sorgt für die wachsende Bedeutung von Skaleneffekten, die im Falle der Plattform-Ökonomie auf die Spitze getrieben werden und zu einer extremen Konzentration führen. Skaleneffekte haben die Folge, dass der Anteil der Wertschöpfung der produktivsten Firmen in einer „Winner-takes-most“-Dynamik steigt, was zu steigender Marktmacht führt. Diese erlaubt den Marktführern, ihre Margen zu erhöhen. So haben sich die aggregierten prozentualen Preisaufschläge über Grenzkosten, die zwischen den 1950er Jahren und 1980 konstant gewesen sind, seitdem verdreifacht, während die fixen Betriebskosten in weit geringerem Ausmaß gestiegen sind (De Loecker, Eeckhout und Unger, 2020).¹⁹ Zwar ist der Zusammenhang zwischen Wettbewerb und Investitionen theoretisch nicht eindeutig, empirische Studien haben aber Evidenz gefunden, dass die gestiegene Marktkonzentration zu niedrigeren Investitionen geführt hat und damit zur fallenden Kapitalnachfrage beigetragen hat (Gutiérrez und Philippon, 2016).²⁰ Ökonomen haben versucht, die Auswirkungen der gestiegenen Marktkonzentration auf die Kapitalnachfrage zu quantifizieren. Basierend auf einem in der makroökonomischen Literatur üblichen DSGE-Modell simulieren Jones und Philippon (2016) eine kontrafaktische US-Ökonomie, in der die Wettbewerbsintensität auf dem Niveau des Jahres 2000 verblieben ist. Den Schätzungen zufolge hätte die US-Wirtschaft ohne den Wettbewerbsrückgang den Nullzinssatz mehrere Jahre früher hinter sich gelassen.²¹

Angebot an und Nachfrage nach risikofreien Anlagen

In der vorhergehenden Diskussion wurde implizit von einer einheitlichen Wirkung von Veränderungen in Angebot und Nachfrage von Kapital auf unterschiedliche Arten der Verzinsung ausgegangen. Zinssätze oder allgemeiner Kapitalrenditen unterscheiden sich beispielsweise in ihrer Laufzeit und in ihrem Risiko. Üblicherweise wird davon ausgegangen, dass unterschiedliche Renditen und Risiken durch Risikoprämien zueinander in Beziehung stehen. Die Risikoprämien, meistens als Aufschlag über dem risikofreien Zinssatz gemessen, kompensieren für die Übernahme von Risiken. Wenn sich also beispielsweise durch die bereits diskutierte „Sparschwemme“ das Angebot auf den Kapitalmärkten erhöht, wirkt sich dies im Prinzip auf sämtliche Kapitalanlagen aus, da risikoadjustierte Renditeunterschiede durch Arbitrageure ausgenutzt werden können und dadurch verschwinden.

¹⁹ De Loecker, J., J. Eeckhout, and G. Unger (2018): “The Rise of Market Power and the Macroeconomic Implications,” Working Paper

²⁰ Gutiérrez, G., & Philippon, T. (2017). Investmentless Growth: An Empirical Investigation. Brookings Papers on Economic Activity, 89-169 International Monetary Fund, 2017.

²¹ Jones, C., & Philippon, T. (2016). “The Secular Stagnation of Investment?”. Working Paper

Caballero, Farhi und Gourinchas (2017a) differenzieren in ihrer Analyse explizit zwischen der Rendite auf riskantere Anlagen und dem risikofreien Zinssatz und argumentieren, im Gegensatz zu den im Vorabsatz beschriebenen Überlegungen, dass die durchschnittliche reale Rendite auf Produktionskapital in den letzten Jahrzehnten stabil geblieben und lediglich die Rendite auf Staatsanleihen gefallen sei.²²

Dass die Rendite auf Produktionskapital tatsächlich konstant geblieben sei, wird von anderen Ökonomen aufgrund der steigenden Bedeutung immateriellen Kapitals sowie steigender ökonomischer Renten angezweifelt (Crouzet und Eberly, 2020).²³ Durch die steigende Bedeutung immateriellen Kapitals, das sich nur imperfekt messen lässt und deshalb durch die Zahlen für den gesamtwirtschaftlichen Kapitalstock möglicherweise nicht ausreichend abgebildet wird, scheint es plausibel zu sein, dass die tatsächliche Kapitalbasis breiter als die gemessene ist. Dadurch würde die Rendite überschätzt. Zum anderen ist es denkbar, dass die gemessene Rendite aufgrund der steigenden Marktkonzentration, wie im oberen Abschnitt diskutiert, zunehmend ökonomische Renten widerspiegelt. Dadurch würde die tatsächliche Rendite auf das eingesetzte Kapital ebenfalls überschätzt. Diese beiden Argumente sprechen also dafür, dass die Rendite auf riskantere Anlagen tatsächlich ebenfalls gefallen ist.

Nichtdestotrotz scheint es plausibel zu sein, dass die Rendite auf risikofreie Anlagen, wie Staatsanleihen oder versicherte Bankeinlagen, im Vergleich zur Rendite auf riskantere Anlagen, wie Kredite oder Eigenkapital von Unternehmen, besonders stark gesunken ist. Dies könnte durch eine gestiegene Nachfrage nach risikofreien Anlagen bei gleichzeitigem relativem Rückgang derselben als Anteil am globalen Bruttoinlandsprodukt erfolgt sein (Caballero, Farhi und Gourinchas, 2017b).²⁴

Nur wenige Akteure in der globalen Ökonomie sind in der Lage, risikofreie Anlagen zu generieren, hauptsächlich Staaten und Finanzintermediäre einiger weniger Industrieländer. Der Anzahl dieser Akteure ist jedoch insbesondere seit der Finanzkrise von 2008 und der darauffolgenden Eurokrise gefallen. Eine Studie der Barclays Bank (Barclays, 2012) schätzt den Rückgang der sicheren Anleihen von 37% des Welt-BIPs in 2007 auf nur 18% in 2011.²⁵ Die Entwicklung wurde getrieben durch eine Neubewertung des

²² Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P. O. (2017a). Rents, technical change, and risk premia accounting for secular trends in interest rates, returns on capital, earning yields, and factor shares. *American Economic Review*, 107(5), 614-20.

²³ Crouzet, N. & J. Eberly (2020). "Rents and Intangible Capital: A Q+ Approach". Working Paper

²⁴ Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, (2017b). "The safe assets shortage conundrum." *Journal of Economic Perspectives* 31.3: 29-46.

²⁵ Barclays Equity Guilt Study (2012), Barclays

Kreditrisikos von verbrieften Wohnungsbaukrediten in den USA sowie der Staatsanleihen einiger europäischer Staaten, die nicht mehr als risikofrei wahrgenommen werden.

Dem gegenüber steht eine gestiegene Nachfrage nach sicheren Anlagen. Diese stammt, wie oben ausgeführt, zum einen aus einer gestiegenen Sparneigung verschiedener Akteure. Diese möchten ihre Ersparnisse in Zeiten hoher makroökonomischer Volatilität in sicheren und vor allem auch liquiden Wertpapieren anlegen. Zum anderen sind insbesondere im Nachgang der Finanzkrise 2008 neue Regulierungen erlassen worden, die Banken erhöhte Liquiditätspolster vorschreiben, was zu einem weiteren Anstieg der Nachfrage nach sicheren Anlagen geführt hat. Der Rückgang im Angebot einerseits und der Anstieg der Nachfrage andererseits bietet eine Erklärung für den gefallenem risikofreien Zinssatz.

3) Verhältnismäßigkeit aus ökonomischer Perspektive

Die Ausführungen oben zeigen, dass das gegenwärtige Zinsniveau das Produkt mehrerer Aspekte ist, zu denen vor allem strukturelle und in geringerem Maße geldpolitische Faktoren gehören. Allein diese Unklarheit über die genauen Bestimmungsfaktoren des Zinssatzes erschwert die erforderliche Prüfung der Verhältnismäßigkeit der Maßnahmen. Aber selbst wenn man annähme, dass das gegenwärtige Zinsniveau vor allem durch geldpolitische Maßnahmen zu erklären wäre, fiel eine Prüfung der Verhältnismäßigkeit vielschichtiger als möglicherweise erwartet aus.

a) Auswirkungen auf den Staatshaushalt in Deutschland und anderen europäischen Staaten

Die Bundesbank hat wiederholt berechnet, wie hoch die Ersparnisse für den Staatshaushalt durch die gegenwärtige Niedrigzinsphase sind. Als Vergleichsmaßstab dient dabei das Zinsniveau des Jahres 2007, also unmittelbar vor dem Ausbruch der globalen Finanzkrise. Diese Einsparungen liegen für Deutschland über den Zeitraum zwischen 2008 und 2019 kumuliert bei €439,1 Milliarden. Der deutsche Staatshaushalt steht also auch wegen des niedrigen Zinsniveaus heute deutlich besser als vor zehn Jahren da und kann damit leichter die durch die Corona-Pandemie entstehenden Lasten schultern. In anderen europäischen Staaten sind diese Einsparungen geringer, aber immer noch ökonomisch höchst signifikant: In Frankreich liegen sie bei €422,5 Milliarden, in Italien bei €299,4 Milliarden und in Spanien bei €128,9 Milliarden. Die negativen Auswirkungen des Niedrigzinsniveaus auf die Sparer müssen im Sinne der Prüfung der Verhältnismäßigkeit also in jedem Fall verglichen werden mit den Einsparungen des Staates – und damit

der Fähigkeit zu einem höheren staatlichen Leistungsniveau und/oder geringerer Besteuerung. Diese Notwendigkeit gilt für Deutschland, sie gilt aber auch für andere europäische Staaten.

b) Auswirkungen auf Deutschland und Europa

Die EZB muss bei der Beachtung ihres Mandates nicht nur die Situation in Deutschland, sondern auch die in anderen Mitgliedstaaten des Euroraums berücksichtigen. Eine Prüfung der Verhältnismäßigkeit allein für Deutschland würde daher nicht umfassend genug ausfallen, um der Aufgabe der EZB gerecht werden zu können. In bestimmten Fällen könnten für Deutschland allein als unverhältnismäßig wahrgenommene Maßnahmen im europäischen Kontext verhältnismäßig sein.

4) Schlussfolgerung und Ausblick

Das jüngste Urteil des BVerfG ist von höchster ökonomischer Relevanz nicht nur für Deutschland, sondern für den gesamten Euroraum. Kurzfristig ist deshalb nach einem schnellen und praktikablen Weg zu suchen, der die Unabhängigkeit der Zentralbanken wahrt und gleichzeitig die angemahnte Prüfung der Verhältnismäßigkeit sicherstellt. Die EZB begründet ihre Entscheidungen in vielfältiger Weise, z.B. durch die Pressekonferenzen, in denen Zins- und andere Entscheidungen begründet werden, die Protokolle der Sitzungen, die Reden ihrer Direktoriumsmitglieder und die grundsätzlichen Beiträge aus der volkswirtschaftlichen Forschung. Es sollte daher aus praktischen Gesichtspunkten inhaltlich ohne größeren Aufwand sicherzustellen und zu dokumentieren sein, dass die Verhältnismäßigkeit der Prüfung gewährleistet ist. Es wäre gleichzeitig zur Wahrung der Unabhängigkeit der Zentralbanken naheliegend, wenn Bundesregierung und Bundestag auf der Basis dieser faktischen Evidenz diese Äußerung vornehmen könnten.

Längerfristig bringt das Urteil deutliche Herausforderungen mit sich. Für die EZB bedeutet es, dass sie noch sensibler ihre Maßnahmen ausschließlich und strikt im Rahmen ihres Mandats treffen muss. Das setzt aber dringend voraus, dass politisch die Voraussetzungen dafür geschaffen werden müssen, dass die EZB nicht mehr als „only game in town“ wahrgenommen wird, sondern durch weitere Mechanismen und Akteure unterstützt wird. Das könnte im besten Fall zu einer robusteren Architektur des europäischen Finanzsystems führen.

Kontakt

Prof. Jörg Rocholl, PhD

ESMT Berlin

Schloßplatz 1

10178 Berlin, Germany

Tel.: +49 30 212 31 1010

Fax: +49 30 212 31 1012

Email: joerg.rocholl@esmt.org