

Arne Hansen* und Dirk Meyer**

Das PSPP-Staatsanleiheprogramm – Empirische Daten und Regelwerk stellen das Urteil des BVerfG teilweise infrage

Das Urteil des Bundesverfassungsgerichtes (BVerfG) zum PSPP-Programm vom 5. Mai 2020 (2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15) umfasst – aus ökonomisch-währungspolitischer Perspektive – drei Gegenstandsbereiche.¹

GEGENSTAND DER UNTERSUCHUNG

Beim *ersten* Gegenstand der Prüfung (Verstoß des PSPP gegen Art. 119 Abs. 2 und Art. 127 Abs. 1 AEUV) geht es um die *Verhältnismäßigkeit der Staatsanleihekäufe*, mit denen eine Inflationsrate von mittelfristig unter, aber nahe 2% erreicht werden soll, und die wirtschaftlichen Wirkungen von Niedrig- und Negativzinsen auf Allokation und Verteilung (Rn. 117–179). Da der Zweite Senat hier ein Defizit der Europäischen Zentralbank (EZB) sah, untersagte er der Bundesbank die weitere Teilnahme am PSPP-Programm nach drei Monaten, »wenn nicht der EZB-Rat in einem neuen Beschluss nachvollziehbar darlegt, dass die mit dem PSPP angestrebten währungspolitischen Ziele nicht außer Verhältnis zu den damit verbundenen wirtschafts- und fiskalpolitischen Auswirkungen stehen« (Rn. 235).

Ein *zweiter* Gegenstand der Prüfung (Rn. 180–221) war das Verbot der *monetären Staatsfinanzierung* (Art. 123 Abs. 1 AEUV). Eine mögliche Umgehung dieses Verbotes wurde anhand von sieben *Prüfkriterien* (»Garantien«) untersucht (Rn. 215 ff.), die der Europäische Gerichtshof (EuGH) bereits in seinem Urteil vom 11. Dezember 2018 (Az. C-493/17, Rn. 109–128) angewandt hatte. Gemäß Urteil »ist eine offensichtliche Umgehung von Art. 123 Abs. 1 AEUV auf der Basis der gebotenen Gesamtbetrachtung ... nicht feststellbar« (Rn. 216).

Eine *dritte* Auslassung des BVerfG betraf die *Vergemeinschaftung von Verlusten* (Rn. 222 ff.) im Rahmen der Ankäufe. Nach Aussage des EuGH (C-493/17, Rn. 162 ff.) beschränkt sich der potenzielle Umfang der Verluste auf die Risikoteilung bei von internatio-

* Dr. Arne Hansen ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Volkswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Ordnungsökonomik, an der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

** Prof. Dr. Dirk Meyer ist Leiter des Instituts für Volkswirtschaftslehre, Lehrstuhl für Ordnungsökonomik, an der Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

¹ Siehe Bundesverfassungsgericht (2020). Die im Folgenden genannten Rn. beziehen sich auf dieses Urteil.

IN KÜRZE

Der Beitrag analysiert die Staatsanleihekäufe des PSPP-Programms vor dem Hintergrund des Urteils des Bundesverfassungsgerichts 2 BvR 859/15 vom 5. Mai 2020. Während das Gericht keine offensichtliche Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung anhand der vom ihm aufgestellten »Garantien« erkennen kann, wird deren Einhaltung mittels Analyse der EZB-Beschlüsse sowie empirischer Daten kritisch hinterfragt. In der ökonomischen Analyse werden deshalb das Ausmaß und die geldpolitische Ausrichtung des PSPP-Programms problematisiert. Im Zentrum stehen die Abweichung der Anteile einzelner Länder an den PSPP-Käufen vom Kapitalschlüssel der EZB, die Intransparenz sowie die Vergemeinschaftung möglicher Verluste. Zudem wird die Prüfung der »Garantien« auf das PEPP-Programm ausgeweitet und analysiert, welche Folgen eine Rückabwicklung der Programme hätte.

nalen Emittenten begebenen Wertpapieren und damit »auf 10% des Buchwerts der im Rahmen des PSPP getätigten Ankäufe Die gegebenenfalls zwischen den nationalen Zentralbanken zu teilenden Verluste könnten insoweit nicht die unmittelbare Folge des Ausfalls eines Mitgliedstaats sein« (Rn. 223). Auch deshalb würde laut BVerfG die im Rahmen des PSPP vorgesehene Risikoverteilung zwischen den nationalen Zentralbanken (NZBen) keine Umverteilung von Staatsschulden zwischen den Euroländern ermöglichen und somit auch nicht die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages berühren (Rn. 222–228).

Die nachfolgende Untersuchung unterzieht die einzelnen Ergebnisse bzw. Schlussfolgerungen des Gerichts einer kritischen, auch empirisch untermauerten Analyse.

ZUR VERHÄLTNISSMÄSSIGKEIT DES PSPP-PROGRAMMS

Der im Urteil letztendlich wohl wesentlichste Passus betrifft die Forderung nach Darlegung der Verhältnis-

mäßigkeit des PSPP in einem neuen Beschluss der EZB (Rn 235). Die EZB ist diesem Wunsch nachgekommen und hat sieben Dokumente – drei davon als geheim eingestuft – am 26. Juni 2020 über die Bundesbank dem Finanzministerium zugeleitet. In einem Brief von Finanzminister Olaf Scholz am selben Tag an Bundestagspräsident Wolfgang Schäuble heißt es: »Das Bundesministerium der Finanzen ist der Überzeugung, dass der EZB-Rat mit o.g. Beschluss seine Verhältnismäßigkeitserwägungen ... nachvollziehbar dargelegt hat«, und auch der Deutsche Bundestag hält am 2. Juli mit Annahme eines Antrages »die Darlegung der EZB zur Durchführung einer Verhältnismäßigkeitsprüfung für nachvollziehbar und die Vorgaben des Urteils des BVerfG ... somit für erfüllt.«² Mit Ablauf der Drei-Monatsfrist hat ebenfalls die Bundesbank ihre Zustimmung gegeben.³

Kritiker sehen in dieser Forderung an die EZB nicht nur die Unabhängigkeit der Notenbank gefährdet, die vorrangig der Preisstabilität verpflichtet sei. Zudem würden eindeutige Prüfergebnisse an der Subjektivität der Gewichtung von kollateralen wirtschaftlichen Folgen sowie deren Abwägung gegenüber den Zielbeiträgen zur Preisstabilität scheitern. Befürworter sehen hingegen gerade aufgrund der Unabhängigkeitsposition die Notwendigkeit einer transparenten Darlegung der Verhältnismäßigkeit, da nur diese eine Mandatsüberschreitung ausschließen würde.⁴ Der von uns verfolgte Ansatz knüpft demgegenüber an das von der EZB selbst als wichtig erachtete Kriterium des *geldpolitischen Steuerungsspielraumes* an, das einer bilanziellen Nachprüfbarkeit unterliegt.⁵ Nachfolgend wird die Entwicklung dieses Indikators infolge der PSPP-Ankäufe analysiert.

GELDPOLITISCHER STEUERUNGSSPIELRAUM

Das ANFA-Abkommen⁶ erlaubt den NZBen in gewissem Umfang Eigenanlagen (Nettofinanzanlagen, NFA) auf *eigene Rechnung und Risiko*. Legt man der Abgrenzung geldpolitischer von nicht-geldpolitischen Aktivitäten sachlich-funktionale Kriterien zugrunde, dann rechnen

² Scholz, Olaf, Brief vom 26. Juni 2020 persönlich/vertraulich an den Präsidenten des Deutschen Bundestages, Dr. Wolfgang Schäuble (den Verfassern vorliegend) sowie Deutscher Bundestag, Antrag der Fraktionen CDU/CSU, SPD, FDP und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN zum Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Anleihekaufprogramm PSPP der Europäischen Zentralbank, Drucksache 19/20621 vom 1. Juli 2020. Bemerkenswert ist das Tempo der deutschen Verfassungsorgane in dieser Angelegenheit. Als zentral wird der geldpolitische Beschluss des Rates der Europäischen Zentralbank vom 3.–4. Juni 2020 gewertet (siehe Europäische Zentralbank 2020e). Er erfüllt formal die »Beschluss-Anforderung« des BVerfG. Darüber hinaus ist das zusammenfassende Protokoll mit ca. 9 700 Wörtern das bislang längste, und es wird an drei Stellen auf die »Verhältnismäßigkeit« verwiesen.

³ Derzeit ist das Verfahren jedoch noch nicht abgeschlossen, da die Beschwerdeführer Peter Gauweiler und Bernd Lucke Akteneinsicht beantragt haben.

⁴ Zu dieser Auseinandersetzung siehe beispielhaft Bofinger et al. (2020); Grimm (2020); Degenhard et al. (2020).

⁵ Vgl. ausführlich Deutsche Bundesbank (2016) sowie Hansen u. Meyer (2017, S. 516 ff.).

⁶ Siehe Agreement of 25. October 2019 on net financial assets (ANFA-Abkommen).

die PSPP-Staatsanleihekäufe der NZBen vornehmlich zu den nicht-geldpolitischen ANFA-Eigenanlagen.⁷ Mit Ausnahme der Schuldtitel internationaler Organisationen (10%-Anteil) und den EZB-Ankäufen von nationalen Staatstiteln (10%-Anteil), für die bei etwaigen Verlusten gemeinschaftlich gehaftet wird, haften die NZBen für ihre Staatsanleihekäufe (80%-Anteil) jeweils selbst.⁸ Dies widerspricht dem geldpolitischen Grundsatz der *Gemeinschaftshaftung*. Gleichfalls sind *Restlaufzeiten* der angekauften Wertpapiere des PSPP-Programmes von bis zu 30 Jahren für eine geldpolitische Maßnahme eher unüblich. Schließlich wird eine Haltung bis zur *Endfälligkeit* angenommen, die zwar nicht in den Programmen festgeschrieben steht, aber im Regelfall Anwendung finden dürfte. Indem das Eurosystem die Wertpapiere *endgültig* kauft, werden Repogeschäfte mit Rückkaufvereinbarungen ausgeschlossen. Auch zeigt die Praxis erhebliche Abweichungen der nationalen Ankäufe vom EZB-Kapitalschlüssel, was auf fiskalpolitische Motive deuten lässt. Im Folgenden werden die Konsequenzen einer dementsprechenden Zuordnung der PSPP-Ankäufe zu den NFA auf den *geldpolitischen Steuerungsspielraum* hin untersucht.⁹

Ende 2019 beruhten danach bereits 51% der Euro-Zentralbankgeldmenge auf nationaler Geldschöpfung. Die zusätzliche und durch die NZBen geschaffene Liquidität in Höhe der NFA ist von zentraler Relevanz für den geldpolitischen Steuerungsspielraum der EZB und letztlich für die Umsetzung einer gemeinsamen Geldpolitik im Euroraum. Nach unseren Berechnungen ist dieser geldpolitische Steuerungsspielraum seit dem Jahr 2015 jährlich im Durchschnitt gesunken.¹⁰ Die hier festgestellten negativen Auswirkungen sind wesentlich auf die Ankäufe im Rahmen des PSPP-Programms zurückzuführen. Ohne das PSPP-Programm, also bei Berücksichtigung nur der originären NFA, hätte der Spielraum der geldpolitischen Steuerung in den Jahren 2015 bis 2018 sogar zugenommen. Dieser vermeintlich zusätzliche Spielraum wurde durch die PSPP-Staatsanleihekäufe mehr als absorbiert. Im Gegensatz zu den Angaben der EZB, aus denen ein jährlich wachsender geldpolitischer Steuerungsspielraum zu schließen wäre, ergibt die Neuzurechnung der Staatsanleihekäufe seit Beginn des PSPP-Programms 2015 eine erhebliche Einschränkung oder gar Störung

⁷ Zu den Kriterien einer Abgrenzung geldpolitischer von nicht-geldpolitischen Aktivitäten vgl. ausführlich Hansen u. Meyer (2019, S. 21 f.).

⁸ »Im Ergebnis unterliegen somit weiterhin 20% der Ankäufe von Vermögenswerten im PSPP dem Prinzip der Risikoteilung, während die Risikoteilung für 80% der erworbenen Titel ausgeschlossen ist.« Deutsche Bundesbank (o.J.).

⁹ Der geldpolitische Steuerungsspielraum resultiert aus der Wachstumsrate des Liquiditätsbedarfs abzüglich der Wachstumsrate der NFA (inkl. PSPP) als Teil des Liquiditätsangebotes. Die dazugehörigen Bilanzpositionen definiert die EZB in Europäische Zentralbank (2016a). Um in gleichem Umfang diesen Spielraum über die regulären geldpolitischen Instrumente zu behalten, dürften die NFA (inkl. PSPP) im Zeitablauf maximal entsprechend jener Rate wachsen, mit der auch die Nachfrage nach Banknoten und die Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) wachsen. Zu näheren Erläuterungen vgl. Hansen und Meyer (2019, S. 23).

¹⁰ Vgl. Hansen und Meyer (2019, S. 22 ff.) sowie dies. (2020, S. 13 f.).

der geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten. Insofern kann die Gefährdung der selbst gesteckten Zielvorgabe als Indiz für einen Verstoß gegen die Verhältnismäßigkeit gewertet werden.

HALTEN DIE KRITERIEN ZUM VERBOT DER MONETÄREN STAATSFINANZIERUNG?

Eine mögliche Umgehung des Verbotes der monetären Staatsfinanzierung wurde vom BVerfG anhand von sieben *Prüfkriterien* untersucht (Rn. 216):

1. Es muss eine hinreichende Unsicherheit für die Marktteilnehmer bzgl. des Ankaufovolumens und der Konditionen bestehen;
2. das Volumen der Ankäufe ist im Voraus begrenzt;
3. die vom Eurosystem getätigten Käufe werden nur in aggregierter Form bekannt gegeben;
4. eine Obergrenze von 33% wird eingehalten;
5. Ankäufe werden gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel getätigt;
6. im Rahmen des PSPP dürfen nur Anleihen von Körperschaften erworben werden, die aufgrund eines Mindestratings Zugang zum Anleihemarkt besitzen, und
7. Ankäufe müssen begrenzt oder eingestellt werden und erworbene Schuldtitel wieder dem Markt zugeführt werden, wenn eine Fortsetzung der Intervention zur Erreichung des Inflationsziels nicht mehr erforderlich ist.

Als die beiden entscheidenden Kriterien »auf der Grundlage einer wertenden Gesamtbetrachtung« (Rn 215) hebt das BVerfG die *Ankaufobergrenze* von 33% und die *Verteilung der Ankäufe gemäß dem Kapitalschlüssel* hervor (Rn. 217). Damit würde eine preisbeeinflussende Marktmacht (Rn. 201 f.) und eine fiskalpolitisch-selektive Bevorzugung von Mitgliedstaaten verhindert (Rn. 203). Gerade die Einhaltung dieser als besonders wichtig erachteten Kriterien erscheint nach unserer Analyse als fragwürdig.

Beachtung der Ankaufobergrenzen

Eine PSPP-Ankaufobergrenze von 33% je Emission und Emittent soll laut EZB »die Funktionsfähigkeit der Märkte und eine adäquate Preisfindung sicherstellen, die Risikokonzentration begrenzen« (Europäische Zentralbank 2019, Kap. 2.3) – kurzum verhindern, dass das Eurosystem durch die umfangreichen und auf Dauer gehaltenen Ankäufe von Staatsanleihen zum *marktmächtigen Akteur* wird. Abweichend davon liegt die Obergrenze für supranationale Emissionen und Emittenten bei 50%. Mit der Obergrenze von 33% soll konkret verhindert werden, dass das Eurosystem eine Sperrminorität hinsichtlich etwaiger Umschuldungsverhandlungen erhält. Die Zwickmühle der EZB in so einem Fall: Eine Zustimmung zum For-

derungsverzicht wäre ein Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung, eine Ablehnung würde das Land in den Bankrott treiben.

Allerdings gibt es hier ein Transparenzproblem. Gemäß dem PSPP-Beschluss der EZB rechnen auch Eigenanlagen im Rahmen des ANFA-Abkommens aktuell mit in die Obergrenze je Emittent hinein.¹¹ Nur wird über die ANFA-Eigenanlagen bei den einzelnen nationalen Zentralbanken in ganz unterschiedlicher Weise berichtet. Beispielsweise geben die Notenbanken von Frankreich, Spanien und Griechenland in den Jahresabschlüssen 2017 keinerlei Informationen zu ihren NFA, während die italienische, portugiesische und belgische Zentralbank nur unzureichend berichten. Hingegen geben die Bundesbank und die Central Bank of Ireland über ihre ANFA-Anlagen ausführlich Auskunft.¹² Damit wird eine Nachprüfung unmöglich, ob die Obergrenze je Emission im Verwaltungsvollzug tatsächlich eingehalten wird.

Einhaltung des EZB-Kapitalschlüssels

Für eine gleichgewichtete und dadurch *diskriminierungsfreie geldpolitische Maßnahme* – und als solche wird das PSPP-Programm von der EZB geführt – ist die Beschlussvorgabe wesentlich, dass die Ankäufe der Staatsanleihen von den jeweiligen NZBen gemäß dem *Kapitalschlüssel der EZB* zu erfolgen haben.¹³ Demgegenüber könnte eine anhaltende und signifikante Übergewichtung einzelner Eurostaaten als fiskalisch motivierte Unterstützung des Kreditzugangs zulasten der untergewichteten Mitgliedstaaten gewertet werden.

Aus geldpolitischer Betrachtung geeigneter *Verteilungsschlüssel* wäre eigentlich eine alleinige Ländergewichtung gemäß den *BIP-Anteilen* des Euroraumes. Stattdessen ist der EZB-Kapitalschlüssel (Berechnung zu je 50% nach *BIP- und Bevölkerungsanteil*) maßgeblich für die Aufteilung der Staatsanleihekäufe. Hieraus erwachsen drei Implikationen: Zunächst ist dadurch unklar, inwiefern geldpolitische Motive tatsächlich primär für die Anwendung des PSPP-Programms sind. Darüber hinaus verursacht der Verteilungsschlüssel (aus geldpolitischer Sicht) eine PSPP-Begünstigung von Eurostaaten mit höherem Bevölkerungs- als BIP-Gewicht. Hiervon profitieren insbesondere Italien und Spanien.¹⁴ Drittens ist die faktische Befolgung der angestrebten Portfolioallo-

¹¹ So ist in Art. 5 Abs. 2 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB die Bezugsgröße gegenüber der alten Fassung nach Art. 5 Abs. 3 Beschluss (EU) 2015/774 der EZB abgewandelt worden. Während es in der n.F. heißt: »Für alle marktfähigen Schuldtitel, die für Ankäufe im Rahmen des PSPP notenbankfähig sind und die in Artikel 3 festgelegte Restlaufzeit haben, gilt nach Konsolidierung der Anlagen in allen Portfolios der Zentralbanken des Eurosystems eine Gesamt-Ankaufobergrenze«, spricht die a.F. davon, dass lediglich »im Rahmen des PSPP [...] eine Gesamt-Ankaufobergrenze« gilt.

¹² Vgl. Hansen und Meyer (2019, S. 20 f.) sowie dies. (2020, S. 232 f.).

¹³ Siehe Art. 6 Abs. 4 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB.

¹⁴ Zum Jahresende 2019 betrug die PSPP-Bestände im Verhältnis zum jeweiligen BIP für Spanien 20,8% und für Italien 20,4%, hingegen für Deutschland nur 15,2%. Siehe zu dieser Problematik auch Heinemann (2018, S. 5) sowie Havlik und Heinemann (2020, S. 16 ff.).

Tab. 1

Abweichung der Länderanteile an den PSPP-Käufen vom Kapitalschlüssel der EZB (Stand: 31. August 2020)

Länder	Anteil an kumulierten PSPP-Ankäufen ^a (%)	Relativer ^b Kapitalschlüssel EZB (%)	Abweichung der PSPP-Ankäufe vom relativen Kapitalschlüssel (%-Punkte)	Abweichung der PSPP-Ankäufe vom relativen Kapitalschlüssel (%)	Abweichung der PSPP-Ankäufe vom relativen Kapitalschlüssel (Mrd. Euro)
Belgien	4,01	3,74	0,28	7,46	5,94
Deutschland	25,86	27,03	- 1,17	- 4,33	- 24,92
Estland	0,01	0,29	- 0,28	- 96,99	- 5,97
Finnland	1,66	1,88	- 0,22	- 11,73	- 4,71
Frankreich	22,37	20,94	1,43	6,83	30,47
Irland	1,66	1,74	- 0,08	- 4,54	- 1,68
Italien	19,16	17,42	1,74	10,00	37,10
Lettland	0,13	0,40	- 0,27	- 67,62	- 5,75
Litauen	0,20	0,59	- 0,40	- 66,96	- 8,46
Luxemburg	0,12	0,34	- 0,22	- 64,93	- 4,67
Malta	0,06	0,11	- 0,05	- 48,01	- 1,10
Niederlande	5,30	6,01	- 0,71	- 11,81	- 15,12
Österreich	3,07	3,00	0,06	2,15	1,38
Portugal	2,07	2,40	- 0,33	- 13,58	- 6,94
Slowakei	0,62	1,17	- 0,56	- 47,30	- 11,83
Slowenien	0,40	0,49	- 0,10	- 19,34	- 2,03
Spanien	13,18	12,23	0,95	7,77	20,24
Zypern	0,13	0,22	- 0,09	- 41,32	- 1,94

^a Länderanteile an kumulierten PSPP-Käufen – ohne Ankäufe supranationaler Emittenten, die allerdings indirekt ebenfalls der Staatsfinanzierung (ESM-Anleihen) dienen können. ^b Relativer Kapitalschlüssel (gültig seit 1. Februar 2020) der Mitglieder des Eurosystems (ohne Griechenland).

Quelle: EZB-Daten zum PSPP-Programm, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#pspp>, EZB-Angaben zum Kapitalschlüssel, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.de.html>; Berechnungen der Autoren.

kation gemäß EZB-Kapitalanteilen zu hinterfragen. Verwendet man die aktuelle Portfoliostruktur als Indikator, so lässt sich eine länderspezifisch teils *erhebliche Divergenz vom Kapitalschlüssel* konstatieren (vgl. Tab. 1).

Betrachtet man die nach PSPP-Anteilen fünf größten Länder (insges. 86% ausmachend), so wurden – gemessen am EZB-Richtwert »Kapitalanteil« – übermäßig viele Staatsanleihen gekauft von Italien (Abweichung um 10,0%, entsprechend 37,1 Mrd. Euro), Spanien (7,8%, 20,2 Mrd. Euro) und Frankreich (6,8%, 30,5 Mrd. Euro), während zu wenige von den Niederlanden (- 11,8%, -15,1 Mrd. Euro) und Deutsch-

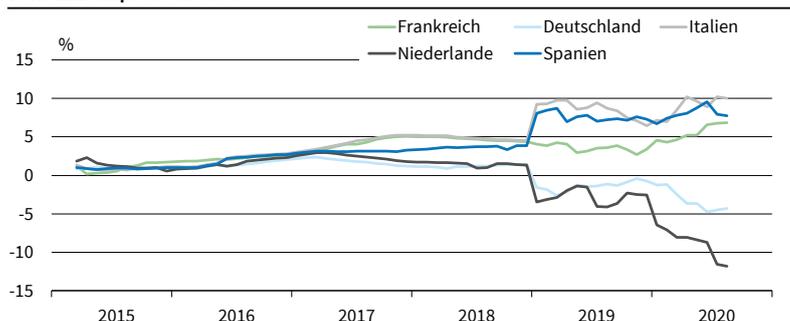
land (- 4,3%, - 24,9 Mrd. Euro) erworben wurden.¹⁵ Dieser Status quo ist das Ergebnis von Zeitpfaden, die wiederum Hinweise auf mögliche zukünftige Entwicklungen geben (vgl. Abb. 1 und Abb. 2).¹⁶

Nachdem die Abweichung für einige Länder im Zeitablauf eher größer als kleiner wurde, hatte die EZB zum zwischenzeitlichen Ende der Nettoankäufe angekündigt, die Portfolioallokation während der Reinvestitionsphase stärker mit den Kapitalschlüsseln der NZBen in Einklang bringen zu wollen (vgl. Europäische Zentralbank 2018). Mit Beginn der reinen Reinvestitionsphase erfolgte zum 1. Januar 2019 jedoch auch eine turnusmäßige Neukalibrierung des EZB-Kapitalschlüssels, wodurch die prozentuale PSPP-Schlüsselabweichung Italiens (von 4,5% auf 9,3%) und Spaniens (von 3,9% auf 8,1%) sprunghaft anstieg. Von den Niederlanden (von 1,3% auf - 3,4%) und Deutschland (von 1,5% auf - 1,6%) waren nun hingegen nicht mehr zu

¹⁵ Die in Tabelle 1 teils erheblichen negativen Abweichungen bei kleineren und gering verschuldeten Ländern sind durch begrenzt vorhandene PSPP-fähige Wertpapiere sowie im Fall Zypern durch mangelnde Bonität begründet.

¹⁶ Bei einem Anleihevolumen von 252 Mrd. Euro supranationaler Emittenten (Stand: 31. August 2020) ist davon auszugehen, dass ein erheblicher Anteil der vom ESM emittierten 121 Mrd. Euro hierunter fällt. Insofern absorbiert das EZSB als monetärer Rettungsschirm die fiskalische Staatenrettung. Indirekt steigt damit der Anteil der in einem Hilfsprogramm befindlichen Staaten wie beispielsweise Griechenland, deren originär-emittierten Staatsanleihen vom PSPP-Programm sogar ausgeschlossen sind. Siehe <https://www.finanzen.net/anleihen/europaeischer-stabilitaetsmechanismus-esm-anleihen?orderBy=BondList%3AMaturityDate%3Adesc&p=4>, aufgerufen am 7. September 2020.

Abb. 1
Abweichung der fünf größten Länderanteile an PSPP-Käufen vom EZB-Kapitalschlüssel^a



^a Abweichung der anteiligen kumulierten PSPP-Bestände vom EZB-Kapitalschlüssel der Eurostaaten ohne Griechenland, jeweils zum Monatsende berechnet. Quelle: EZB; Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

viele, sondern zu wenige Wertschriften im Portfolio.¹⁷ Im Jahresverlauf 2019 begann dann – insbesondere während der reinen Reinvestitionsphase bis November – die avisierte Rückführung der Abweichungen.

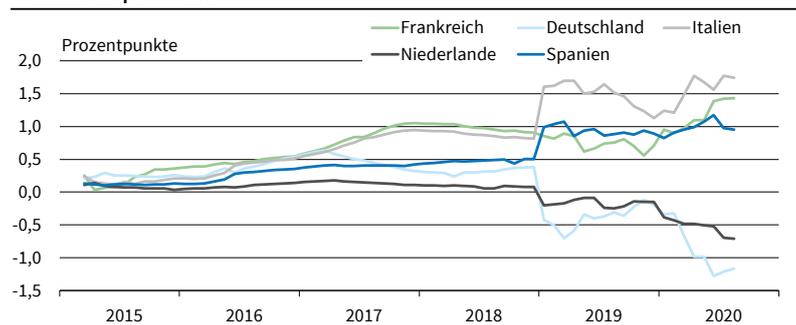
Nach der Wiederaufnahme von Nettoankäufen im November 2019 wuchsen die Abweichungen für Frankreich, Deutschland, Italien und die Niederlande jedoch spätestens im Januar 2020 wieder an. Bei Frankreich und den Niederlanden waren die Abweichungen zu dieser Zeit bereits größer als direkt nach der Rekalibrierung im Jahr zuvor – im März dann ebenfalls bei Deutschland und im April auch bei Italien und Spanien. Das erneute Auseinanderdriften der PSPP-Anteile vom Kapitalschlüssel setzte sich insgesamt nach der Brexit-bedingten Neufestsetzung der EZB-Kapitalanteile fort, (vgl. Abb. 1 und Abb. 2 sowie Tab. 1).¹⁸

Das Eurosystem hält demnach weiterhin überproportional viele italienische, spanische und französische Schuldtitel, während sich zu wenige niederländische und deutsche Staatsanleihen im PSPP-Portfolio befinden – Tendenz in die jeweilige Richtung steigend. Würde man die – für eine geldpolitische Maßnahme eigentlich erforderliche – symmetrische Allokation der PSPP-Ankäufe nach BIP-Anteilen des Euroraumes als Maßstab zugrunde legen, dann fielen die Asymmetrie noch ausgeprägter aus. Für die innerhalb des PSPP-Programms sowohl *konzeptionell* (EZB-Kapitalschlüssel statt BIP-Gewicht) als auch *operativ* (Abweichung von Kapitalanteilen) übergewichteten und hoch verschuldeten Krisenstaaten fungieren die Ankäufe als Ersatz für fiskalische Rettungshilfen. Diese Diskrepanzen stehen im offensichtlichen Widerspruch zum PSPP-Beschluss der EZB und lassen die Vermutung aufkommen, dass fiskalische Motive eines *beförderten Kreditzugangs hochverschuldeter Eurostaaten* (mit) verfolgt werden. Somit verschwimmt die Grenze zwischen einer geldpolitischen und einer fiskalisch-wirtschaftspolitischen Ausrichtung infolge der zunehmenden PSPP-Asymmetrie immer weiter.

»Auf der Basis der gebotenen Gesamtbetrachtung« (Rn 216), insbesondere auch unter Hervorhebung der beiden hier untersuchten Kriterien durch das BVerfG, könnte damit – gerade bei Einbezug der ökonomischen Konsequenzen – die Grenze zur *monetären Staatsfinanzierung* als bereits überschritten angesehen werden.¹⁹ Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zum Fazit des BVerfG, nachdem »eine offen-

Abb. 2

Abweichung der fünf größten Länderanteile an PSPP-Käufen vom EZB-Kapitalschlüssel^a



^a Abweichung der anteiligen kumulierten PSPP-Bestände vom EZB-Kapitalschlüssel der Eurostaaten ohne Griechenland, jeweils zum Monatsende berechnet.
Quelle: EZB; Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

sichtliche Umgehung von Art. 123 Abs. 1 AEUV ... nicht feststellbar« sei (Rn. 216).

VERLUSTVERGEMEINSCHAFTUNG

Das Gesamtvolumen der PSPP-Ankäufe verteilt sich zu 90% auf die NZBen und zu 10% auf die EZB. Letztere kauft ausschließlich Staatsanleihen der Eurostaaten und Wertpapiere anerkannter Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag an (10%), während die NZBen Staatsanleihen des eigenen Landes (80%) sowie Schuldtitel erwerben, die von zugelassenen internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken begeben wurden (10%).²⁰ Damit unterliegen 20% der PSPP-Käufe einer *Verlustvergemeinschaftung*, an dem die Eurostaaten entsprechend ihrem Kapitalanteil an der EZB beteiligt sind.

Zu hinterfragen ist somit die Aussage des EuGH (C-493/17, Rn. 164), »dass der potenzielle Umfang dieser [zu teilenden] Verluste durch die in Art. 6 Abs. 1 des Beschlusses 2015/774 [aktuell: Art. 6 Abs. 1 u. 6 des Beschlusses (EU) 2020/188] niedergelegte Regel begrenzt wird, wonach der Anteil dieser Wertpapiere auf 10% des Buchwerts der im Rahmen des PSPP getätigten Ankäufe beschränkt ist, und zum anderen, dass die gegebenenfalls zwischen den Zentralbanken der Mitgliedstaaten zu teilenden Verluste nicht die unmittelbare Folge des vom vorlegenden Gericht angesprochenen Ausfalls eines Mitgliedstaats sein können.« Da die von der EZB gehaltenen 10% des Gesamtvolumens wesentlich aus Staatsanleihen der Nationalstaaten bestehen, würde der Ausfall eines Landes zulasten der Einkünfte der EZB gehen. Ein etwaig dadurch entstehender Verlust der EZB kann gemäß Art. 33.2 ESZB-Satzung »nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rates« durch Kürzung oder Streichung der den NZBen nach Art. 32.5 ESZB-Satzung zustehenden Anteile an den monetären Einkünften ausgeglichen werden.

Während dieser Umstand im Vorlagebeschluss des BVerfG noch benannt wird, findet er keine Be-

²⁰ Zur Portfolioallokation siehe Art. 6 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB.

¹⁷ Jeweils Schlüsselabweichung zum 31. Dezember 2018 und 31. Januar 2019.

¹⁸ Durch das Ausscheiden der Bank of England erfolgte zum 1. Februar 2020 im Rahmen des Brexits abermals eine Rekalibrierung des EZB-Kapitalschlüssels (siehe Europäische Zentralbank 2020c).

¹⁹ Siehe auch das Memorandum ehemaliger Notenbanker zur aktuellen EZB-Politik und den Staatsanleihekäufen. Sie bewerten die Wiederaufnahme der Nettoankäufe 2019 aus geldpolitischer Sicht als schwer nachvollziehbar. Vielmehr wird hinter der Maßnahme der Versuch vermutet, hochverschuldete Eurostaaten vor höheren Zinssätzen zu schützen. Damit habe die EZB die Grenze zur monetären Staatsfinanzierung überschritten (vgl. Hannoun et al. 2019).

rücksichtigung mehr in den dazu folgenden Urteilen des EuGH sowie des BVerfG.²¹ Eine Verlustübertragung ist jedoch ausgeschlossen, so dass die EZB nach Rückführung ihres Reservefonds ihr Grundkapital mindern müsste.²² Folgerichtig heißt es auch in einer Pressemitteilung der EZB: »Somit unterliegen 20% der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten dem Prinzip der Risikoteilung.« (Europäische Zentralbank 2015b) Indirekt würden in so einem Fall den Staatshaushalten weniger Notenbankgewinne überwiesen werden. Vor diesem Hintergrund wäre die Einschätzung des BVerfG (Rn. 222–228), wonach die im Rahmen des PSPP-Programms vorgesehene Risikoaufteilung die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages nicht tangiert, ebenfalls zu hinterfragen.

Ein weiterer *Transfer* resultiert aus den Regelungen zur *Verteilung der monetären Einkünfte* (Art. 32 ESZB-Satzung), die zu einer Umverteilung von Zins-einkünften (Seigniorage) im Rahmen der angekauften PSPP-Anleihen führen. Einer Gewinnermittlung der NZBen geht die Verteilung der monetären Einkünfte zwischen den NZBen des ESZB voraus. In Art. 32 Abs. 2 u. 5 ESZB-Satzung ist geregelt, dass die monetären Einkünfte der NZBen zunächst an die EZB abgeführt werden (Zinspooling), um dann gemäß ihren EZB-Kapitalanteilen wieder an die NZBen verteilt zu werden. Zur Ermittlung der monetären Einkünfte werden die PSPP-Vermögenswerte der NZBen fiktiv in Höhe des Zinssatzes für Hauptrefinanzierungsgeschäfte – von derzeit 0% – verzinst.²³ Davon abzuziehen wäre bei Finanzierung über Geschäftsbank-einlagen der darauf anfallende Einlagenzinssatz von aktuell – 0,5%.²⁴ Die PSPP-Ankäufe erfolgen de facto insofern auf eigene Rechnung, als dass der Zinsspread zwischen tatsächlicher Verzinsung der PSPP-Anlagen und dem Hauptrefinanzierungssatz in die eigene Tasche geht. Dadurch werden allerdings insbesondere diejenigen Mitgliedstaaten begünstigt, deren Anleihe-

zins höher als der Durchschnittszins aller Eurostaaten ist. Dies betrifft grundsätzlich hochverschuldete Staaten, deren höheres Ausfallrisiko zu entsprechend hohen Zinssätzen führt.

Im Fall negativer Renditen – derzeit auf Bundesanleihen zutreffend – muss die NZB sogar die Negativdifferenz zum Hauptrefinanzierungssatz als monetäre Einkünfte abführen. Unter der modellhaften Annahme der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen und dem jeweiligen PSPP-Volumen werden für Deutschland aufgrund der Ausnahmeregelung 2,35 Mrd. Euro »zu viel«, hingegen für Italien 3,70 Mrd. Euro und für Spanien 0,85 Mrd. Euro »zu wenig« bei der Berechnung der monetären Einkünfte erfasst.²⁵ Der tatsächliche »Zins-transfer« ist dann jeweils abhängig von der Finanzierungsart der PSPP-Ankäufe. In jedem Fall wirkt sich die hier beschriebene Berechnung der monetären Einkünfte spürbar auf die Bilanzgewinne der NZBen aus. So weist die Bundesbank für das Jahr 2018 bei einer Bilanzsumme von 1 842 Mrd. Euro einen Gewinn von 2,4 Mrd. Euro aus, während die Banca d'Italia eine Bilanzsumme 968 Mrd. Euro und einen Gewinn von 6,2 Mrd. Euro ausweist. Die Banco de España kommt im selben Jahr mit einer Bilanzsumme von 745 Mrd. Euro auf einen Gewinn von 2,2 Mrd. Euro.

Schließlich bietet Art. 32.4 ESZB-Satzung die Möglichkeit einer *Kollektivierung von Verlusten aus PSPP-Käufen*. Hierzu müsste der EZB-Rat beschließen, »dass die nationalen Zentralbanken ... für spezifische Verluste aus für das ESZB unternommenen währungspolitischen Operationen entschädigt werden.« Allerdings ist die Hürde relativ hoch, denn ein etwaiger Beschluss bedarf der Mehrheit der nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewogen Stimmen (Art. 10.3 ESZB-Satzung). Diese, vom Urteil des BVerfG nicht erfassten Zusammenhänge würden die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages ebenfalls tangieren.

AUSBLICK AUF DAS PANDEMIC EMERGENCY PURCHASE PROGRAMME

Streitgegenstand des BVerfG-Urteils vom 5. März waren ausschließlich die Staatsanleihekäufe im Rahmen des PSPP-Programms. Wengleich von daher das Urteil nicht auf das PEPP-Programm übertragbar ist, so sollten doch die *Maßstäbe früherer Urteile* (OMT, PSPP) grundsätzlich auf die PEPP-Ankäufe Anwendung finden. Auch wäre das BVerfG gemäß der *Honeywell-Entscheidung* (BVerfG, Beschluss des Zweiten Senats vom 6. Juli 2010 – 2 BvR 2661/06) gehalten, dem EuGH im

²¹ Siehe Bundesverfassungsgericht (2017) vom 18. Juli 2017, Rn. 127.

²² Leicht abweichend heißt es nach Bundesverfassungsgericht (2017) vom 18. Juli 2017, Rn 127: »Bei denjenigen Schultiteln nationaler Emittenten, die von der EZB erworben werden – das heißt 10% der erworbenen Schultitel – findet eine Risikoteilung nur über die an die nationalen Zentralbanken auszuschüttenden Einkünfte statt (Art. 32.5 ESZB-Satzung). Verluste der EZB aus Ankäufen im Rahmen des PSPP können sich bei den nationalen Zentralbanken damit nur insofern auswirken, als die diesen zustehenden Anteile an den monetären Einkünften gekürzt werden oder ganz entfallen (Art. 33.2 ESZB-Satzung). Dabei ist unklar, was geschieht, wenn die Anteile am Verlust die Anteile am Gewinn übersteigen sollten.«

²³ Siehe Art. 3 Abs. 1 b) iii Beschluss (EU) 2016/2248 der EZB, nach dem bei PSPP-Ankäufen im Rahmen einer Ausnahmeregelung nicht die tatsächlichen Zinserträge berechnet werden, sondern der Hauptrefinanzierungssatz für die monetären Einkünfte zugrunde gelegt wird. Die PSPP-Bestände werden mithin ähnlich behandelt wie nicht-monetäre Vermögenswerte gemäß Art 14.4 ESZB-Satzung (ANFA, ELA). Die Grundidee hierbei ist, eine Risikovergemeinschaftung für diese Ankäufe zu verhindern. Durch das Zinspooling werden die anderen NZBen am entstehenden Seigniorage (Geldschöpfungsgewinn) zumindest in Höhe des Hauptrefinanzierungszinssatzes beteiligt (vgl. hierzu Fuest und Sinn 2018, S. 18 ff.).

²⁴ Siehe Art. 5 Abs. 2 sowie Anhang I Beschluss (EU) 2016/2248 der EZB. Bei Finanzierung über Target-Verbindlichkeiten müsste die korrespondierende NZB mit der dadurch bei ihr entstehenden Target-Forderung diese entsprechend für die Berechnung ihrer monetären Einkünfte berücksichtigen (vgl. Sinn 2019, S. 199; vgl. auch Hellwig und Schnabel 2019, S. 13).

²⁵ Modellrechnung für PSPP-Bestände der NZBen (31. August 2020) und Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (7. September 2020), siehe <https://www.boerse.de/konjunkturdaten/staatsanleihen/>

PSPP-Anleihen D	489 664 Mrd. Euro bei Rendite – 0,48%
	unberücksichtigt: – 2,35 Mrd. Euro
PSPP-Anleihen I	362 812 Mrd. Euro bei Rendite + 1,02%
	unberücksichtigt: + 3,70 Mrd. Euro
PSPP-Anleihen Sp	249 513 Mrd. Euro bei Rendite + 0,34%
	unberücksichtigt: + 0,85 Mrd. Euro.

Rahmen einer Ultra-vires-Kontrolle Gelegenheit zur Prüfung und Vertragsauslegung zu geben, soweit – wie hier gegeben – weder ein *acte claire* noch ein *acte éclairé* vorliegt.

ANALYSE DES PEPP-PROGRAMMS ZUM VERBOT DER MONETÄREN STAATSFINANZIERUNG

Das PEPP-Programm rekurriert im *Grundsatz auf den PSPP-Beschluss*: »Soweit nicht in diesem Beschluss ausdrücklich anderes geregelt ist, erwerben die Zentralbanken des Eurosystems im Rahmen des PEPP: a) notenbankfähige marktfähige Schuldtitel im Sinne und nach Maßgabe der Bestimmungen des Beschlusses (EU) 2020/188 der Europäischen Zentralbank (EZB/2020/9)« (Art. 1 Abs. 2a Beschluss (EU) 2020/440 der EZB). Im Folgenden sollen deshalb die sieben Kriterien auch hier zugrunde gelegt werden, die im PSPP-Urteil zur Prüfung des Verstoßes gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung angelegt wurden.²⁶ Bei vier dieser »Garantien« wurden Unstimmigkeiten hinsichtlich deren Einhaltung festgestellt:

(1) *Ex ante-Begrenzung des Ankaufvolumens*

Um den Staaten (und den Marktteilnehmern) keinen Anlass hinsichtlich »einer weitreichenden Gewissheit« (Rn. 201) für Ankäufe zu geben, sollte das Volumen im Vorhinein begrenzt sein. Zwar wurde der Gesamtumfang auf 750 Mrd. Euro limitiert (Art. 1 Abs. 1 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB), doch bereits knapp drei Monate später um 600 Mrd. Euro bei einer Laufzeitverlängerung von sechs Monaten erhöht.²⁷ Zwar rechtfertigt ein Krisenprogramm eine hinreichende Flexibilität, jedoch wird damit zugleich jegliche Festlegung im Vorhinein zu einer weitgehend inhaltsleeren Deklaration. Mangels Bindung an nachprüfbar eingriffskriterien werden Erweiterungen der Ankäufe und Konditionen möglich. Die Glaubwürdigkeit der Restriktionen steht infrage.

(2) *Obergrenze von 33%*

»Vor allem die Ankaufobergrenze von 33% und die Verteilung der Ankäufe nach dem Kapitalschlüssel der Europäischen Zentralbank verhindern, dass unter dem PSPP selektive Maßnahmen zugunsten einzelner Mitgliedstaaten getroffen werden und dass das Eurosystem zum Mehrheitsgläubiger eines Mitgliedstaats wird« (Leitsatz 7 sowie Rn. 217 BVerfG 2 BvR 859/15).

²⁶ Vgl. mit zum Teil abweichenden Analysen und Schlussfolgerungen Wissenschaftlicher Dienst des Deutschen Bundestages (2020). Insbesondere die dort geäußerte Einschätzung, dass »anders als beim Ankaufprogramm PSPP ... der Beschluss (EU) 2020/440 der EZB für PEPP keine Sperrfristen für den Ankauf von Anleihen« (ebenda, S. 12) vorsehen würde, ist gemäß Art. 1 Abs. 2 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB nicht haltbar. Auch der Aussage, »dass das Programm PEPP ein wesentlich geringeres Ankaufsvolumen als PSPP vorsieht« (ebenda, S. 12) ist unter Einbezug des wesentlich kürzeren Zeitraumes der Ankäufe und der Aufstockung um 600 Mrd. Euro nicht (mehr) haltbar.

²⁷ Siehe Europäische Zentralbank (2020d). Sowohl in dieser Pressemitteilung, wie auch in der Begründung des Beschlusses (EU) 2020/440 der EZB, Grund 4, wird die Flexibilität des Krisenprogramms hervorgehoben.

Diese Garantie einer »Gesamt-Ankaufobergrenze von ... 33% der ausstehenden Wertpapiere eines Emittenten« (Art. 5 Abs. 2 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB) findet gemäß Art. 4 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB für die PEPP-Ankäufe keine Anwendung. Begründet wird dies mit »Risiken für die reibungslose Transmission der Geldpolitik« in einem Land (Grund 6, Beschluss (EU) 2020/440 der EZB).

(3) *Ankäufe nach dem Kapitalschlüssel der nationalen Zentralbanken*

Zwar sollen die Ankäufe auch weiterhin auf der Grundlage des EZB-Kapitalschlüssels erfolgen (Art. 5 Abs. 1 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB). Allerdings kann »insbesondere ... die Allokation der Ankäufe im Rahmen des PEPP angepasst werden, um die Verteilung der Ankäufe auf die Anlageklassen und Länder im Zeitverlauf anzupassen« (Art. 5 Abs. 3 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB). Hierzu überträgt der EZB-Rat dem Direktorium die Befugnis, so dass die NZBen keinen Handlungseinfluss mehr haben. In Verbindung mit Pkt. (2) kann durch die Aufhebung beider Restriktionen der Kapitalmarktzugang hochverschuldeter Staaten besonders befördert werden: Fiskalische versus geldpolitische Intentionen bleiben ohne die Möglichkeit einer externen Nachprüfbarkeit.

Betrachtet man die nach PEPP-Anteilen fünf größten Länder (insges. 82% ausmachend), so wurden – gemessen am EZB-Richtwert »Kapitalanteil« – übermäßig viele Staatsanleihen gekauft von Italien (Abweichung um 21,1%, entsprechend 12,8 Mrd. Euro) und Spanien (8,4%, 3,6 Mrd. Euro), während zu wenige von Frankreich (– 18,5%, – 13,5 Mrd. Euro), Deutschland (– 1,1%, – 1,1 Mrd. Euro) und den Niederlanden (– 1,1%, – 0,2 Mrd. Euro) erworben wurden (vgl. Tab. 2). Dieser Status quo ist jedoch eher als eine Momentaufnahme nach nur etwa viermonatiger Laufzeit zu sehen. Hinweise auf mögliche zukünftige, auch zahlungskrisenbedingte Entwicklungen sind deshalb nicht möglich. Zudem ermöglicht die Wiederanlage von fälligen Tilgungsbeträgen (aktuell) bis mindestens zum Ende des Jahres 2022 zusätzlichen Spielraum im Sinne einer späteren Rückkehr des PEPP-Portfolios zum Kapitalschlüssel.

(4) *Mindestrating*

Unabhängig von der generellen Lockerung der Bonitätsanforderungen anlässlich der Corona-Pandemie,²⁸ hat die EZB griechische Staatsanleihen zum Ankauf im Rahmen von PEPP zugelassen (Art. 3 und Grund 7 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB). Diesen Entschluss gründet die EZB auf eine individuelle Prüfung anhand besonderer Fragestellungen abseits vom Rating der Agenturen. Indem die Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosys-

²⁸ Siehe Europäische Zentralbank (2020e). Hiernach können Wertpapiere, die am 7. April 2020 die Mindestbonitätsanforderungen für die Notenbankfähigkeit von Sicherheiten erfüllten, auch weiterhin bei angemessenen Bewertungsabschlägen verwendet werden, solange das Rating mindestens auf der Kreditqualitätsstufe 5 liegt.

Tab. 2

Abweichung der PEPP-Käufe von Wertpapieren des öffentlichen Sektors vom Kapitalschlüssel der EZB (Stand: 31. Juli 2020)

Länder	Anteil an kumulierten PEPP-Ankäufen ^a (%)	Relativer ^b Kapitalschlüssel EZB (%)	Abweichung der PEPP-Ankäufe vom relativen Kapitalschlüssel (%-Punkte)	Abweichung der PEPP-Ankäufe vom relativen Kapitalschlüssel (%)	Abweichung der PEPP-Ankäufe vom relativen Kapitalschlüssel (Mrd. Euro)
Belgien	3,60	3,64	- 0,04	- 1,13	- 0,15
Deutschland	26,07	26,36	- 0,29	- 1,12	- 1,05
Estland	0,05	0,28	- 0,24	- 83,78	- 0,84
Finnland	1,81	1,84	- 0,03	- 1,49	- 0,10
Frankreich	16,65	20,42	- 3,77	- 18,47	- 13,46
Griechenland	2,79	2,47	0,31	12,68	1,12
Irland	1,67	1,69	- 0,02	- 1,17	- 0,07
Italien	20,58	16,99	3,59	21,13	12,81
Lettland	0,22	0,39	- 0,17	- 43,40	- 0,60
Litauen	0,45	0,58	- 0,13	- 22,82	- 0,47
Luxemburg	0,23	0,33	- 0,10	- 31,34	- 0,37
Malta	0,03	0,10	- 0,07	- 67,14	- 0,25
Niederlande	5,79	5,86	- 0,07	- 1,14	- 0,24
Österreich	2,82	2,93	- 0,11	- 3,72	- 0,39
Portugal	2,47	2,34	0,13	5,43	0,45
Slowakei	1,06	1,15	- 0,08	- 7,26	- 0,30
Slowenien	0,53	0,48	0,05	10,35	0,18
Spanien	12,92	11,92	1,00	8,37	3,56
Zypern	0,26	0,22	0,05	21,90	0,17

^a Länderanteile an kumulierten PEPP-Käufen von Wertpapieren des öffentlichen Sektors – ohne Ankäufe supranationaler Emittenten, die allerdings indirekt ebenfalls der Staatsfinanzierung (ESM-Anleihen) dienen können. ^b Relativer Kapitalschlüssel (gültig seit 1. Februar 2020) der Mitglieder des Eurosystems.

Quelle: EZB-Daten zum PEPP-Programm, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>, EZB-Angaben zum Kapitalschlüssel, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.de.html>; Berechnungen der Autoren.

tems für griechische Staatsschuldtitel suspendiert wurden, hat die EZB explizit positiv-diskriminierende Bedingungen für den Kreditzugang eines insolvenzgefährdeten Staates geschaffen.²⁹ Dies könnte als ein das geldpolitische Mandat der EZB überschreitender fiskalischer Eingriff gewertet werden.

Ein Krisenszenario für Griechenland, Italien und die EU

Nachfolgend wird zunächst ein Krisenszenario entworfen, wie es nach dem PEPP-Programm im Falle einer Liquiditätsklemme infolge eines *versperrten Kapitalmarktzugangs* für Griechenland möglich wäre. Zum Vergleich eine kurze Rückblende anknüpfend an die Ereignisse und Erfahrungen um das zweite und dritte Hilfspaket für Griechenland 2012 und 2015 (vgl. ausführlich Meyer 2020, S. 211 f.). Infolge einer drohenden Illiquidität bzw. Insolvenz des griechischen Staates und notleidender Banken wurden griechische Staatstitel von den Refinanzierungsgeschäften der EZB ausgeschlossen. Um eine Insolvenz mit wahrscheinlichem Euro-Austritt Griechenlands zu vermeiden, ermächtigte die EZB im Rahmen der *Emergency Liquidity Assistance* (ELA, Notfall-Liquiditätshilfe) die

Bank of Greece zur Inpfandnahme von Kurzläufern des griechischen Staates, sogenannte Treasury Bills, die über den griechischen Bankensektor angekauft wurden. Um die EZB von Risiken zu entlasten, gehen diese ELA-Geschäfte auf eigene Rechnung der jeweiligen NZB. De facto handelte es sich um eine *monetäre Staatsfinanzierung* im Notkreislauf von griechischer Zentralbank, griechischen Geschäftsbanken und Staat.

Auch um bei einer aktuell drohenden Staatsinsolvenz Griechenlands im Rahmen von PEPP schnell handlungsfähig zu sein, überträgt der EZB-Rat das weitere Handeln dem sechsköpfigen Direktorium. Auf der Basis von Art. 5 Abs. 3 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB entscheidet dieses unter Nichteinhaltung des EZB-Kapitalschlüssels so viele griechische Staatswertpapiere anzukaufen, wie es zum Erhalt der Zahlungsfähigkeit Griechenlands notwendig ist. Dies wird möglich, da keine Gesamtankaufobergrenze einzuhalten ist. Da außerdem die Restlaufzeit von vormalig im PSPP-Programm mindestens einem Jahr auf 70 Tage gesenkt wurde, stehen entsprechend geeignete Titel zur Verfügung. Der Unterschied zu den damaligen ELA-Krediten besteht darin, dass jetzt (a) eine kollektive Aktion des Eurosystems vorliegt und (b) Rechnung und Risiko – je nach Ausführung bzw. Anwendung der Ausnahmeregel – für mindestens 10% der PSPP-Ankäufe bei der EZB liegen. Ent-

²⁹ Nach Prognose der European Commission (2020, S. 89) wird die Schuldenstandsquote Griechenlands Ende des Jahres 2020 196,4% erreichen.

sprechende Ausfälle betreffen indirekt geringere Zuführungen aus den monetären Einkünften an den Bundeshaushalt.

Sollte gar Italien in Liquiditätsnöte geraten, so könnte mit einem Zweidrittel-Mehrheitsbeschluss (Art. 20 ESZB-Satzung) Art. 3 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB um italienische Staatsschuldtitle erweitert werden. Einer »Rettung« durch monetäre Staatsfinanzierung stünde damit nichts im Wege. Schließlich ließe die Flexibilitätsklausel nach Art. 5 Abs. 3 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB den Ankauf von im Rahmen des Kriseninstrumentes »Next Generation EU« begebenen EU-Anleihen auch über den 10%-Anteil für Schuldtitle von zugelassenen internationalen Organisationen hinaus zu. Die EU-Organe würden zur monetären Gemeinschaftsfinanzierung verschmelzen.

DAS PSPP (UND PEPP) ALS KRISENINSTRUMENT FÜR DEN STAATSKREDITZUGANG – WAS PASSIERT BEI RÜCKABWICKLUNG?

Abschließend soll der – nach Darlegung durch die EZB und dem voraussichtlichen Ausgang des Verfahrens – eher hypothetischen Frage nachgegangen werden, welche Konsequenzen eine *Aussetzung der Mitwirkung der Bundesbank am PSPP-Beschluss* hätte. Gemäß Urteil wäre die Bundesbank bei Nichtvorliegen eines geforderten EZB-Beschlusses zur Verhältnismäßigkeit »verpflichtet, mit Blick auf die unter dem PSPP getätigten Ankäufe für eine im Rahmen des ESZB abgestimmte – auch langfristig angelegte – Rückführung der Bestände an Staatsanleihen Sorge zu tragen« (Rn. 235). Um nicht ihren eigenen PSPP-Beschluss zu konterkarieren, müsste das ESZB-System den Verkauf des Bestandes an deutschen Staatsanleihen bei der Bundesbank ausgleichen. Allerdings kann die Portfolioallokation gemäß Art. 6 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB nicht mehr ohne weiteres angewendet werden. Dies betrifft insbesondere die Einhaltung des EZB-Kapitalschlüssels, da jetzt und zukünftig der ca. 26%-Anteil deutscher Staatsanleihen am Gesamtvolumen zur Disposition steht. Mindestens zwei Alternativen kommen in Betracht:

1. Die anderen Euro-Mitgliedstaaten und die EZB erwerben die *deutschen Anleihen* im Umfang von rund 490 Mrd. Euro. Der bilanzielle Aktivtausch bei der Bundesbank würde zu einem Anstieg der deutschen Target-Forderungen in gleicher Höhe führen. Der Target-Saldo stiege damit um etwa 50%.
2. Die anderen Euro-Mitgliedstaaten (und die EZB) erwerben im entsprechenden Umfang *Anleihen ihrer Staaten*. Die Bilanz der Bundesbank würde verkürzt, indem die deutschen Staatsanleihen auf dem Kapitalmarkt veräußert würden. Aufgrund der Begehrtheit dieser als sicher geltenden Anleihen dürfte sich der Preis-/Zinseffekt in Grenzen halten. Insbesondere für die Krisenstaaten ergibt

sich jedoch die Möglichkeit, eigene Staatsanleihen zu erwerben, die sonst nur zu höheren Zinsen vom Markt abgenommen würden. »*Nationales Zusatzgeld*« würde auch zulasten Deutschlands geschaffen – die *Kongruenz von Geldemissions- und Geldannahmegemeinschaft* würde endgültig zerfallen.

FAZIT: NÄHE ZUR MONETÄREN STAATSFINANZIERUNG?

Das BVerfG beanstandet in erster Linie eine mangelhafte Darlegung der Verhältnismäßigkeit des PSPP-Programms durch die EZB (Rn. 232) und die Überprüfung der Verhältnismäßigkeit durch den EuGH (Rn. 154). Allerdings gäbe es keine offensichtlichen Hinweise, die eine Umgehung des Verbots der monetären Staatsfinanzierung (Rn. 213) und eine erhebliche Risikovergemeinschaftung ergeben würden (Rn. 222 ff.). Die vorliegende Untersuchung setzt Fragezeichen an diesen Ergebnissen oder widerspricht diesen gar. Indem die Ankäufe den selbst gesteckten geldpolitischen Steuerungsspielraum konterkarieren oder gar vollends zunichtemachen, könnte die EZB nicht nur gegen den *Grundsatz der Verhältnismäßigkeit* verstoßen haben. Vielmehr stellt sie damit ihr ursprüngliches zentrales geldpolitisches Mandat, den Erhalt der Preisstabilität, infrage. Mit der letztlich nicht gegebenen Nachvollziehbarkeit von Ankaufobergrenzen und dem belegten dauerhaften und ansteigenden Abweichen der Ankäufe vom EZB-Kapitalschlüssel könnte die »Gesamtschau« deshalb eine *Nähe zur monetären Staatsfinanzierung* nahelegen. Dies gilt insbesondere unter den wesentlich weicheren »Garantien« des PEPP-Programms. Schließlich dürfte das Urteil einer Fehleinschätzung bezüglich etwaiger *Vergemeinschaftungen* unterliegen, indem zum einen die 10% nationalen Staatsanleihen bei der EZB nicht einbezogen wurden und zum anderen die Verteilung der monetären Einkünfte keinerlei Beachtung fand.

LITERATUR

Bofinger, P., M. Hellwig, M. Hüther, M. Schnitzer, M. Schularick und G. Wolff (2020), »Gefahr für die Unabhängigkeit der Notenbank«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 29. Mai, 18.

Degenhart, C., H.-D. Horn, M. C. Kerber und D. Murswiek (2020), »Unabhängigkeit: Ja. Freiheit vom Recht: Nein«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3. Juni, 16.

Deutsche Bundesbank (2016), »Zur Bedeutung und Wirkung des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) für die Implementierung der Geldpolitik«, *Monatsbericht* 68(3), 87–97.

Deutsche Bundesbank (o.J.), »Public Sector Purchase Programme (PSPP)«, verfügbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/public-sector-purchase-programme-pspp-830348>, aufgerufen am 28. Mai 2020.

Europäische Zentralbank (2015b), »EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an«, Pressemitteilung, 22. Januar, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.de.html, aufgerufen am 11. Mai 2020.

Europäische Zentralbank (2016a), »Was ist ANFA?«, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.de.html, aufgerufen am 10. Juni 2020.

Europäische Zentralbank (2018), »ECB decides on technical parameters for the reinvestment of its asset purchase programme«, Pressemitteilung, 13. Dezember, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181213.en.html>, aufgerufen am 18. Juni 2020.

Europäische Zentralbank (2019), *Jahresbericht 2018*, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018-d08cb4c623.de.html>, aufgerufen am 10. April 2020.

Europäische Zentralbank (2020c), »Höhe des gezeichneten Kapitals der EZB bleibt nach dem Ausscheiden der Bank of England aus dem Europäischen System der Zentralbanken unverändert«, Pressemitteilung, 30. Januar, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200130_2-59d6ffffe1.de.html, aufgerufen am 9. April 2020.

Europäische Zentralbank (2020d), »Geldpolitische Beschlüsse«, Pressemitteilung, 4. Juni, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604-a307d3429c.de.html>, aufgerufen am 4. Juni 2020.

European Commission (2020), *European Economic Forecast Spring 2020*, verfügbar unter: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip125_en.pdf, aufgerufen am 24. Juni 2020.

Fuest, C. und H.-W. Sinn (2018), »Target-Risiken ohne Euro-Austritte«, *ifo Schnelldienst* 71(24) 15–25.

Grimm, D. (2020), »Jetzt war es so weit«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 18. Mai, 9.

Hannoun, H., O. Issing, K. Liebscher, H. Schlesinger, J. Stark und N. Wellink (2019), *Memorandum on the ECB's Monetary Policy*, verfügbar unter: <http://www.hanswerner.de/dcs/Memorand-ECB-Monetary-Policy-04102019.pdf>, aufgerufen am 6. April 2020.

Hansen, A. und D. Meyer (2017), »ANFA – A National Licence to Print Money within the Eurosystem?«, *Journal of International Banking Law & Regulation* 32(12), 513–525.

Hansen, A. und D. Meyer (2019), »ANFA und die Anleihekaufprogramme – Gefahr für die Unabhängigkeit der EZB?«, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 72(21), 20–25.

Hansen, A. und D. Meyer (2020), »ANFA and the Asset Purchase Programmes of the Eurosystem: Non-monetary Policy Operations that Restrict the ECB's Monetary Policy?«, *Journal of International Banking Law & Regulation* 35(6), 231–242.

Havlik, A. und F. Heinemann (2020), *Sliding down the slippery slope? Trends in the rules and country allocations of the Eurosystem's PSPP and PEPP*, verfügbar unter: http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/ZEWKurzexpertise/EN/ZEW_Shortreport2011.pdf, aufgerufen am 14. Juli 2020.

Heinemann, F. (2018), *Zur Aufteilung der PSPP-Anleihekäufe auf die Euro-Mitgliedstaaten*, verfügbar unter: http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/PSPP_Analyse_Heinemann_2018.pdf, aufgerufen am 31. Juli 2018.

Hellwig, M. und I. Schnabel (2019), *Stellungnahme anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages zu den Anträgen der Fraktion der FDP und AfD zum Thema »Target« (BT-Drs. 19/6416 und 19/9232) am Mittwoch, den 5. Juni 2019*, verfügbar unter: <https://www.bundestag.de/resource/blob/645586/3254e2723ad969f4c-c8598adfa4d848c/08-Schnabel-data.pdf>, aufgerufen am 24. Juni 2020.

Meyer, D. (2020), *Europäische Union und Währungsunion in der Dauerkrise – Analysen und Konzepte für einen Neuanfang*, Springer Fachmedien Wiesbaden, Wiesbaden.

Meyer, D. und A. Hansen (2020), »PSPP-Ankäufe als nationales Zusatzgeld mit geldpolitischer Relevanz«, *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen* 73(17), 10–14.

Seidel, M. (2012), »Austritt aus der Währungsunion – eine freie Entscheidung Griechenlands«, in: D. Meyer (Hrsg.), *Die Zukunft der Währungsunion – Chancen und Risiken des Euros*, Lit Verlag, Münster, 157–163.

Sinn, H.-W. (2019), »Der Streit um die Targetalden – Kommentar zu Martin Hellwigs Artikel »Target-Falle oder Empörungsfalle?«, *Perspektiven der Wirtschaftspolitik* 20(3), 170–217.

Wissenschaftlicher Dienst des Deutschen Bundestages (2020), *Zur Unionsrechtskonformität des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) der EZB, Unterabteilung Europa Fachbereich Europa, PE 6 - 3000 - 32/20*, Abschluss: 15. Mai 2020.

RECHTSQUELLEN

Agreement of 25. October 2019 on net financial assets (ANFA-Abkommen), verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_ana_agreement_25oct2019_f-sign.pdf, aufgerufen am 17. April 2020.

Bundesverfassungsgericht (2010), Beschluss des Zweiten Senats in der Sache »Honeywell« vom 6. Juli 2010 – 2 BvR 2661/06 –, Rn. 1–116, verfügbar unter: https://www.bundesverfassungsgericht.de/ers20100706_2bvr266106.html, aufgerufen 12. Juni 2020.

Bundesverfassungsgericht (2017), Beschluss zur Aussetzung des Verfahrens zum Anleihekaufprogramm der EZB – Vorlagebeschluss zum EuGH des Zweiten Senats vom 18. Juli 2017, verfügbar unter: https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2017/07/rs20170718_2bvr085915.html, aufgerufen am 30. April 2020.

Bundesverfassungsgericht (2020), Urteil des Zweiten Senats zum PSPP-Programm vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15 – Rn. 1–237, verfügbar unter: http://www.bverfg.de/ers20200505_2bvr085915.html, aufgerufen am 7. Mai 2020.

Deutscher Bundestag, Antrag der Fraktionen CDU/CSU, SPD, FDP und BÜNDNIS 90/DIE GRÜNEN zum Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Anleihekaufprogramm PSPP der Europäischen Zentralbank, Drucksache 19/20621 vom 1. Juli 2020, verfügbar unter: <https://dip21.bundestag.de/dip21/btd/19/206/1920621.pdf>, aufgerufen am 6. Juli 2020.

Europäischer Gerichtshof (2018) »Urteil vom 11. Dezember 2018, Az. C-493/17 betr. Vorlage zur Vorabentscheidung – Wirtschafts- und Währungspolitik – Beschluss (EU) 2015/774 der Europäischen Zentralbank – Gültigkeit – Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten – Art. 119 und 127 AEUV – Befugnisse der EZB und des Europäischen Systems der Zentralbanken – Gewährleistung der Preisstabilität – Verhältnismäßigkeit – Art. 123 AEUV – Verbot der monetären Finanzierung der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets«, verfügbar unter: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=208741&pageIndex=0&doclang=de&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=11630090>, aufgerufen am 30. April 2020.

Europäische Zentralbank (2015a), Beschluss (EU) 2015/774 der Europäischen Zentralbank vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (PSPP) (EZB/2015/10), verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_121_r_0007_de_txt.pdf englisch https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_121_r_0007_en_txt.pdf, aufgerufen am 15. August 2018.

Europäische Zentralbank (2016), Beschluss (EU) 2016/2248 der Europäischen Zentralbank vom 3. November 2016 über die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist (EZB/2016/36) (Neufassung).

Europäische Zentralbank (2020a), Beschluss (EU) 2020/188 der Europäischen Zentralbank vom 3. Februar 2020 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (PSPP) (EZB/2020/9), verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32020d0188_de_txt.pdf englisch https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32020d0188_en_txt.pdf, aufgerufen am 1. April 2020.

Europäische Zentralbank (2020b), Beschluss (EU) 2020/440 der Europäischen Zentralbank vom 24. März 2020 zu einem zeitlich befristeten Pandemie-Notfallankaufprogramm (EZB/2020/17), verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32020d0440_de_txt.pdf, aufgerufen am 17. April 2020.

Europäische Zentralbank (2020e), Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates der Europäischen Zentralbank vom 3.–4. Juni 2020, verfügbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/publikationen/ezb/accounts/zusammenfassung-der-geldpolitischen-sitzung-des-rates-der-europaischen-zentralbank-vom-3-4-juni-2020-835454>, aufgerufen am 6. Juli 2020.

Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung).

Scholz, O., Brief vom 26. Juni 2020 persönlich/vertraulich an den Präsidenten des Deutschen Bundestages, Dr. Wolfgang Schäuble (den Verfassern vorliegend).