



Sachstand

Programm der Europäischen Zentralbank zum Ankauf von Vermögenswerten

Programm der Europäischen Zentralbank zum Ankauf von Vermögenswerten

Aktenzeichen: WD 4 - 3000 - 030/18
Abschluss der Arbeit: 14. Februar 2018
Fachbereich: WD 4: Haushalt und Finanzen

Die Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages unterstützen die Mitglieder des Deutschen Bundestages bei ihrer mandatsbezogenen Tätigkeit. Ihre Arbeiten geben nicht die Auffassung des Deutschen Bundestages, eines seiner Organe oder der Bundestagsverwaltung wieder. Vielmehr liegen sie in der fachlichen Verantwortung der Verfasserinnen und Verfasser sowie der Fachbereichsleitung. Arbeiten der Wissenschaftlichen Dienste geben nur den zum Zeitpunkt der Erstellung des Textes aktuellen Stand wieder und stellen eine individuelle Auftragsarbeit für einen Abgeordneten des Bundestages dar. Die Arbeiten können der Geheimschutzordnung des Bundestages unterliegende, geschützte oder andere nicht zur Veröffentlichung geeignete Informationen enthalten. Eine beabsichtigte Weitergabe oder Veröffentlichung ist vorab dem jeweiligen Fachbereich anzuzeigen und nur mit Angabe der Quelle zulässig. Der Fachbereich berät über die dabei zu berücksichtigenden Fragen.

1. Fragestellung

Der Auftraggeber möchten erstens wissen, wie groß das Gesamtvolumen ist, das die Europäische Zentralbank (EZB) seit 2015 im Rahmen ihres Quantitative Easing-Programms eingesetzt hat. Zweitens bittet er um eine Risikoauflösung des Programms nach Mitgliedstaaten.

2. Gesamtvolumen des Ankaufprogramms

Im Januar 2015 hat der EZB-Rat mit dem erweiterten „Programm zum Ankauf von Vermögenswerten“ (Asset Purchase Programme, APP) beschlossen, auch im Euroraum eine „quantitative Lockerung“ zu betreiben.¹ Dazu kaufen die Zentralbanken in großem Umfang Anleihen an. Sie schaffen damit neues Zentralbankgeld, die Menge (Quantität) des Zentralbankgeldes nimmt also zu. Die EZB hat sich zu dieser Maßnahmen entschlossen, da eine geldpolitische Lockerung durch Senkung der Leitzinsen (die bereits fast ihre Untergrenze erreicht hatten) nicht mehr im erwünschten Umfang möglich war.

Ziel dieses Programms ist es, Deflationstendenzen in der Eurozone zu begegnen und durch eine weitere Lockerung der monetären und finanziellen Bedingungen darauf hinzuwirken, dass sich langfristig die Teuerungsraten wieder dem Niveau von knapp 2% annähern. Dies ist der vom EZB-Rat festgelegte Wert, bei dem definitionsgemäß Preisstabilität gewährleistet ist.

Das Programm beinhaltet neben den bereits Ende 2014 aufgelegten Ankaufprogrammen für Asset-Backed Securities (ABSPP) und für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP3) vor allem den umfassenden Erwerb von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP). Das PSPP ermöglichte dem Eurosystem angesichts des hohen Volumens und der Liquidität der ausstehenden Staatstitel, seine Wertpapierankäufe zu vervielfachen. Am 10. März 2016 beschloss der EZB-Rat, das Anleihekaufprogramm um Ankäufe von Unternehmensanleihen (CSPP) zu erweitern.

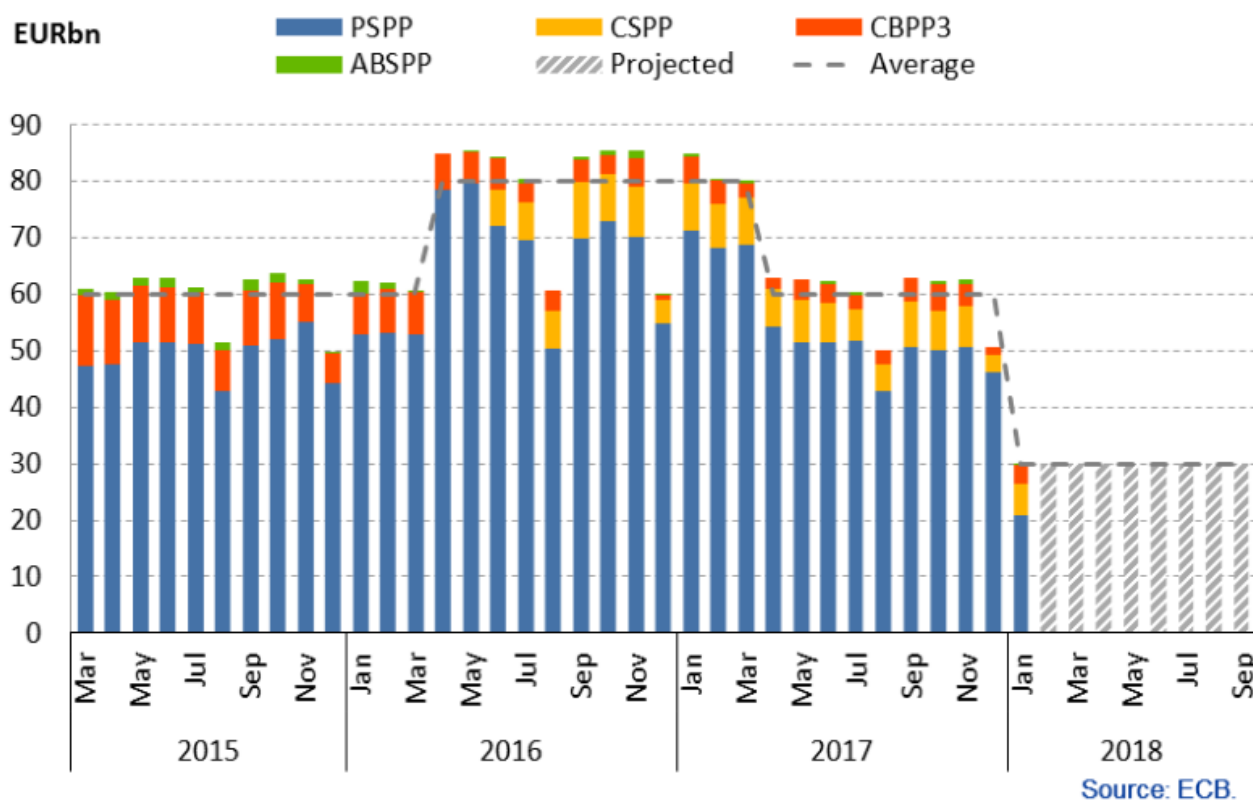
Von März 2015 bis Dezember 2017 tätigte das Eurosystem APP-Käufe von zunächst 60 Milliarden Euro monatlich. Zwischendurch wurde das monatliche Ankaufvolumen von April 2016 bis März 2017 auf 80 Milliarden Euro erhöht. Seit 2018 beträgt das monatliche Ankaufvolumen 30 Milliarden Euro.

Einzelheiten zu den monatlichen Käufen und dem Volumen der angekauften Vermögenswerte durch das Eurosystem sind im Folgenden zu sehen:²

1 Europäische Zentralbank: Pressemitteilung. EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an, 22. Januar 2015, abgerufen unter : https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2015/2015_01_22_ankaufprogramm.pdf?__blob=publicationFile

2 Europäische Zentralbank, Asset purchase programmes, abgerufen unter : <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html>

APP monthly net purchases, by programme



Eurosystem holdings under the expanded asset purchase programme

Changes of holdings (last two months)	ABSPP	CBPP3	CSPP	PSPP	APP
Holdings* December 2017	25,015	240,687	131,593	1,888,764	2,286,059
Monthly net purchases	288	3,363	5,639	20,905	30,195
Quarter-end amortisation adjustment	0	0	0	0	0
Holdings* January 2018	25,303	244,050	137,232	1,909,668	2,316,253

*At amortised cost, in euro million, at month end.

Figures may not add up due to rounding. Figures are preliminary and may be subject to revision.

3. Risikoteilung zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems

Die einzelnen Bestandteile des APP weisen unterschiedliche Ausgestaltungen im Hinblick auf die Risikoteilung auf.³ ABSPP, CBPP3 und (seit März 2016) das Programm zum Ankauf von Unternehmensanleihen (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) unterliegen einer vollständigen Risikoteilung.

Im Rahmen des PSPP unterliegen 20% der Ankäufe von Vermögenswerten dem Prinzip der Risikoteilung:⁴ Dabei handelt es sich zum einen um Ankäufe von Wertpapieren europäischer Institutionen (u.a. der Europäischen Investitionsbank EIB und des Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM) – diese Wertpapiere machen 10% der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten im PSPP aus und werden von nationalen Notenbanken erworben. Zum anderen hält die EZB 10% der im PSPP angekauften nationalen Vermögenswerte.

Auf Grundlage dieser Beschlüsse des EZB-Rates ergibt sich folgende Risikoteilung hinsichtlich der angekauften Vermögenswerte mit Gemeinschaftshaftung zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems (Eigene Berechnungen; Stand Januar 2018):

-
- 3 Deutsche Bundesbank, Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, Monatsbericht Juni 2016, S. 32, abgerufen unter: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsauftaetze/2016/2016_06_auswirkungen.pdf?__blob=publicationFile
- 4 Europäische Zentralbank: Pressemitteilung. EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an, 22. Januar 2015, abgerufen unter: https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilungen/2015/2015_01_22_ankaufprogramm.pdf?__blob=publicationFile

NZB	Kapital- schlüssel in %	ABSPP (25,303 Mrd)	CBPP3 (244,050 Mrd)	CSPP (137,232 Mrd)	PSPP (381,9336 Mrd, 20 % des Gesamtvo- lumens)	Summe
Belgien	3,5408	0,895928624	8,64132240	4,859110656	13,523504909	27,91986659
Deutschland	25,7184	6,507526752	62,76575520	35,293874688	98,227210982	202,79436762
Estland	0,2755	0,069709765	0,67235775	0,378074160	1,052227068	2,17236874
Irland	1,6587	0,419700861	4,04805735	2,276267184	6,335132623	13,07915802
Griechen- land	2,9055	0,735178665	7,09087275	3,987275760	11,097080748	22,91040792
Spanien	12,6338	3,196730414	30,83278890	17,337616416	48,252727157	99,61986289
Frankreich	20,2623	5,126969769	49,45014315	27,806359536	77,388531833	159,77200429
Italien	17,5923	4,451379669	42,93400815	24,142265136	67,190904713	138,71855767
Zypern	0,2162	0,054705086	0,52763610	0,296695584	0,825740443	1,70477721
Lettland	0,4031	0,101996393	0,98376555	0,553182192	1,539574342	3,17851848
Luxemburg	0,2901	0,073404003	0,70798905	0,398110032	1,107989374	2,28749246
Malta	0,0926	0,023430578	0,22599030	0,127076832	0,353670514	0,73016822
Niederlande	5,7211	1,447609933	13,96234455	7,851179952	21,850803190	45,11193762
Österreich	2,8053	0,709825059	6,84633465	3,849769296	10,714383281	22,12031229
Portugal	2,4913	0,630373639	6,08001765	3,418860816	9,515111777	19,64436388
Slowenien	0,4937	0,124920911	1,20487485	0,677514384	1,885606183	3,89291633
Slowakei	1,1039	0,279319817	2,69406795	1,514904048	4,216165010	8,70445683
Finnland	1,7954	0,454290062	4,38167370	2,463863328	6,857235854	14,15706294

Die Bundesbank müsste also bei einem hypothetischen Verlust der angekauften Vermögenswerte mit Gemeinschaftshaftung einen Betrag von bis zu 202,79 Mrd. Euro tragen.

Die übrigen 80% der Ankäufe von Vermögenswerten durch die nationalen Notenbanken im Rahmen des PSPP unterliegen nicht der Verlustteilung. Dabei handelt es sich um öffentliche Schuldtitel (Anleihen von Zentralstaaten, regionalen und lokalen Gebietskörperschaften sowie Emittenten mit Förderauftrag) des Heimatstaates der jeweiligen Notenbank.

Rechtlich ungeklärt ist jedoch, ob die Risikoteilung, wie sie für das PSPP-Programm beschlossen wurde (lediglich 20% der Ankäufe von Vermögenswerten unterliegen dem Prinzip der Risikoteilung) unumstößlich ist. Das Bundesverfassungsgericht hat dem Europäischen Gerichtshof im Rahmen eines Vorabentscheidungsverfahrens unter anderem die Frage vorgelegt, ob im EZB-Rat gemäß Art. 32.4 ESZB-Satzung abweichend vom PSPP-Beschluss bei einem Ausfall von Anleihen einer Zentralregierung und ihnen gleichgestellter Emittenten eine unbegrenzte Risikoteilung innerhalb des Eurosystems beschlossen werden könnte oder ob dies durch das EU-Primärrecht ausgeschlossen sei.⁵

5 Vgl. BVerfG, Beschluss vom 18. Juli 2017 – 2 BvR 859/15, Rn 133-134.