

Prof. Dr. Dirk Meyer
Institut für Volkswirtschaftslehre
Lehrstuhl für Ordnungsökonomik
Helmut-Schmidt-Universität
Universität der Bundeswehr Hamburg
22043 Hamburg
E-Mail: dirk.meyer@hsu-hh.de

Schriftliche Stellungnahme
zur Anhörung durch den Ausschuss für die Angelegenheiten
der Europäischen Union des Deutschen Bundestages am 25. Mai 2020

Das PSPP-Programm vor dem Hintergrund des Urteils des
Bundesverfassungsgerichts v. 5. Mai 2020*

Die Stellungnahme fokussiert auf die *ökonomischen Aspekte* des PSPP-Urteils des Bundesverfassungsgerichts v. 5. Mai 2020.¹ Im Folgenden werden verschiedene im Urteil angesprochene Sachverhalte einer kritischen Prüfung unterzogen. Im Zentrum stehen (1) die Verhältnismäßigkeit des PSPP-Programms, (2) die ‚Garantien‘ zur Verhinderung einer monetären Staatsfinanzierung sowie (3) die Möglichkeiten zur Vergemeinschaftung von Verlusten. Ein Ausblick geht der Frage nach, welche ökonomischen Konsequenzen eine Aussetzung der Mitwirkung der Bundesbank am PSPP-Beschluss haben könnten, welches die möglichen (währungs-)politischen Folgen sein würden und wie die Bundesrepublik Deutschland darauf reagieren könnte.

1 Zur Verhältnismäßigkeit des PSPP-Programms

Die „Ankaufprogramme [sollen] die Transmission der Geldpolitik weiter verbessern, die Kreditversorgung der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet erleichtern, die Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen lockern und dazu beitragen, dass sich die Inflationsraten, entsprechend dem vorrangigen Ziel der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, wieder einem Niveau von 2 % annähern.“² Wenngleich das angestrebte *Inflationsziel* angesichts eines anhaltenden Preisdrucks aufgrund der Globalisierung, von Null-Preis Gütern der Digitalisierung und Berechnungsproblemen (Wohnungsausgaben sind unzureichend berücksichtigt,

* Die folgenden Ausführungen sind in Teilen die Kurzfassung eines gemeinsamen Arbeitspapiers mit Dr. Arne Hansen (HSU), das zusammen mit mir in Co-Autorenschaft entstand und zur Veröffentlichung eingereicht wurde. Siehe Hansen u. Meyer (2020).

¹ Urteil des BVerfG v. 5. Mai 2020 (2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15).

² Ziff. 2 Beschluss (EU) 2015/774 der EZB.

Qualitätsverbesserungen problematisch, Vermögenspreisinflation, etc.) durchaus diskutabel ist, wird es durch das Mandat der EZB zweifellos gedeckt. Legt man eine aktuelle EZB-Studie zugrunde, so ist die *Geeignetheit* der ‚außergewöhnlichen Maßnahmen‘ (aus negativem Einlagenzins und Anleihekäufen) gegeben. In ihr berichten EZB-Mitarbeiter einen durchschnittlichen Anstieg der Inflationsrate um 0,33 bis 0,5 %-Punkte pro Jahr, ein erhöhtes Kreditwachstum 2014 bis 2019 von jährlich 0,7 %-Punkten und ein höheres reales BIP der Eurozone Ende 2019 von 2,5 bis 3 %-Punkten.³ Die *Erforderlichkeit* der Anleihekäufe kann – wiederum ohne Infragestellung des Inflationszieles – ebenfalls angenommen werden, denn das Zinsinstrument scheint angesichts des Null-Hauptrefinanzierungszinses und des negativen 0,5 %-Einlagenzinses weitgehend ausgereizt. Doch wie sieht es mit der *Verhältnismäßigkeit* aus?

Die *positiven BIP-Effekte* bewahren vor Arbeitslosigkeit und haben positive Effekte für das Steuer- und Sozialversicherungsaufkommen. Dem stehen allerdings eine Reihe negativer Wirkungen entgegen: Sinkende Kapitalmarktzinsen belasten die Sparer. Sie sind jedoch nur teilweise von der EZB-Politik verursacht. Der demographische Wandel, ein sinkender Kapitalbedarf etc. stellen die strukturelle Grundlage der Niedrigzinsen dar. Hinzu wirkt gemäß verschiedenen Studien allerdings die ‚außergewöhnliche Geldpolitik‘ der EZB mit -0,4 bis -1,3 %-Punkten auf den Kapitalmarktzins der Eurozone. Bei Einlagen deutscher Sparer und Unternehmen von insgesamt 3.717 Mrd. Euro (03/2020) verursacht die EZB damit einen jährlichen ‚*Zinsschaden*‘ von ca. 15 bis 47 Mrd. Euro.⁴ Besonders sind private Haushalte (netto) betroffen, die einen Großteil ihrer Ersparnisse in Spareinlagen und festverzinslichen Anlagen halten. Über die *Betriebsrenten* und die *Zusatzaltersvorsorge* sind zudem weitere Bevölkerungsgruppen betroffen. Für Unternehmen steigen die *Lasten durch Pensionsrückstellungen* aufgrund des niedrigeren Kalkulationszinses; der *Ausfinanzierungsgrad der Anwartschaften* geht zurück. Verschiedene Pensionskassen stehen aktuell unter besonderer Aufsicht der Bafin. Die *Geschäftsmodelle von Banken und Lebensversicherungen* stehen bei sinkender Zinsmarge und langfristigen Garantieverprechen infrage.

Die Kreditnachfrage für Investitionen wird über die Rentabilität der Projekte – die so genannte Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals – gesteuert. Bei einem niedrigen Fremdkapitalzins rentieren sich bereits Investitionen mit geringer Kapitalrendite (ROI). Die Notwendigkeit inno-

³ Vgl. Boucinha u. Burlon (2020). Demgegenüber zeichnen Blaes, Kraaz u. Offermanns (2019) ein differenzierteres Bild hinsichtlich der Kreditvergabe. Speziell Banken mit problematischen Altlasten setzten den expansiven Stimulus der Anleihekäufe des APP nicht in eine höhere Kreditvergabe um, sondern nutzten den Impuls verstärkt zur Sanierung ihrer Bilanzen.

⁴ Siehe u.a. DZ-Bank (Hrsg.) (2019), die zwischen 2009 bis 2018 Netto-Zinseinbußen von 358 Mrd. Euro errechnen. Zugrunde liegt ein ‚Normalzinsniveau‘ 2009.

vativer, langfristig produktivitätssteigernder Projekte unterbleibt. Ein hoher Verschuldungsgrad – Eigenkapital ist relativ teuer – macht die Unternehmen anfällig für Krisen. Sogenannte ‚Zombie-Unternehmen‘ *behindern den Strukturwandel und zukünftiges Wachstum*. Im Ergebnis sind die Nebenwirkungen dieser Politik immens und in der Folge keineswegs endgültig abschätzbar. Schließlich ist eine Vermögenspreisinflation (Aktien-, Immobilienpreise) zu beobachten, die langfristig die *Finanzstabilität* gefährden könnte.⁵

2 PSPP-Programm und das Verbot monetärer Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV)

Die NZBen des Euroraumes und die EZB kaufen seit März 2015 im Rahmen des PSPP-Programms gemäß EZB-Kapitalschlüssel Staatsanleihen von Euroländern (90 %) sowie Anleihen von supranationalen Institutionen (10 %) wie bspw. des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) oder der Europäischen Investitionsbank (EIB). Die *kumulierten PSPP-Netto-Ankäufe* betragen 2.292 Mrd. Euro, darunter für 242 Mrd. Euro supranationale Anleihen (Stand 30.04.2020). Das mittlerweile erhebliche Ausmaß der PSPP-Bestände wird insbesondere in Relation zu anderen wichtigen Kennzahlen deutlich. Mit Ablauf des Jahres 2019 entsprachen die PSPP-Ankäufe 16,5 % des *BIP der gesamten Eurozone*, inkl. supranationaler Anleihen beträgt der Anteil 18,5 %.⁶ Das Eurosystem hielt zu diesem Zeitpunkt 19,6 % der *gesamten Staatsverschuldung der Eurozone*. Berücksichtigt man die angekauften Anleihen supranationaler Emittenten, so erhöht sich diese Quote auf 21,9 % der gesamten Euro-Staatsschulden.

Für die Jahre 2015 bis 2019 stellten die kumulierten PSPP-Staatsanleihekäufe darüber hinaus eine 3,3-fache *Abdeckung der aggregierten Eurozonen-Haushaltsdefizite* dar.⁷ Theoretisch hätten sich über diesen Zeitraum insbesondere die Länder mit großen Haushaltsdefiziten alleine durch die PSPP-Ankäufe refinanzieren können. Passend dazu besteht für Ankäufe von Euro-Staatsanleihen am Primärmarkt seitens der Banken ein relativ geringes Risiko, da das Volumen der Ankäufe – wie aktuell im März 2020 geschehen – jederzeit erhöht werden kann, die Wertchriften bislang mit Halteziel ‚Endfälligkeit‘ gekauft werden und die EZB-interne Sperrfrist

⁵ Vgl. den FvS Vermögenspreisindex Deutschland, <https://www.flossbachvonstorch-researchinstitute.com/de/vermoegenspreisindex/deutschland/> (Abrufdatum 18.05.2020).

⁶ Eigene Berechnungen von Hansen u. Meyer (2020) basierend auf PSPP-Daten der EZB (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#pspp>, Abrufdatum: 04.05.2020) sowie BIP-Daten von Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=de>, Abrufdatum 04.05.2020).

⁷ Eigene Berechnungen von Hansen u. Meyer (2020) basierend auf Eurostat-Daten zu Staatshaushalten (<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina200&plugin=1>, Abrufdatum: 06.04.2020) sowie PSPP-Daten der EZB (<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html#pspp>, Abrufdatum: 06.04.2020).

zwischen Emission und Sekundärmarktankauf eher kurzfristiger Natur zu sein scheint.⁸ Die einhergehenden Fehlanreize hinsichtlich einer Haushaltskonsolidierung werden dadurch verstärkt, dass der Ankauf von eigenen Staatsanleihen durch die jeweilige NZB eine *Quasi-Nullzins-Finanzierung* ermöglicht, denn die Zinserträge fließen dem Staatshaushalt wieder zu.⁹

Als die beiden entscheidenden Kriterien im Rahmen einer gebotenen Gesamtbetrachtung hebt das BVerfG die *Ankaufobergrenze von 33 %* und die *Verteilung der Ankäufe gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel* hervor (Rn. 217). Diese sind Gegenstand der folgenden Analyse.

2.1 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“¹⁰ – kurzum verhindern, dass das Eurosystem durch die umfangreichen und auf Dauer gehaltenen Ankäufe von Staatsanleihen zum *marktmächtigen Akteur* wird.¹¹ Gemäß dem PSPP-Beschluss der EZB rechnen auch Eigenanlagen im Rahmen des ANFA-Abkommens aktuell mit in die Obergrenze hinein. Allerdings besteht bzgl. der ANFA-Eigenanlagen *Intransparenz*. Eine externe Nachprüfung, ob die Obergrenze je Emission im Verwaltungsvollzug tatsächlich eingehalten wird, ist deshalb unmöglich.

2.2 Einhaltung des EZB-Kapitalschlüssels

⁸ Der EuGH konstatiert in seinem Urteil zum PSPP-Programm (Rs. C-493/17 v. 11.12.2018), Rn. 115: „Zwar wird die genaue Länge der Frist, die in Art. 15 der Leitlinien festgelegt ist, in Art. 4 Abs. 1 des Beschlusses 2015/774 nicht genannt, doch hat die EZB in ihren schriftlichen Erklärungen angegeben, dass sie eher in Tagen als in Wochen bemessen werde.“ In einer Veröffentlichung der Bundesbank wurde für Sekundärmarktankäufe „eine Karenzzeit von fünf Tagen“ genannt, „bevor eine neu emittierte Staatsanleihe gekauft werden darf.“ Eistert (2018), S. 90. In einer aktualisierten Online-Fassung wurde diese konkrete Angabe entfernt. Siehe <https://www.bundesbank.de/resource/blob/759192/f0b0769d486635e277648ff424b962df/mL/wochenschau-sonderausgabe-data.pdf> (Abrufdatum 06.04.2020).

⁹ Die sich ergebende Zinersparnis für die Mitgliedstaaten durch das PSPP wird für die Jahre 2015 bis 2018 auf rund 132 Mrd. Euro geschätzt, vgl. Afflatet (2019), S. 564 f. Allerdings kann es durch die Verteilung der monetären Einkünfte bezüglich der PSPP-Zinseinnahmen zu Umverteilungseffekten zwischen den NZBen kommen, wodurch bspw. Italien derzeit begünstigt wird. Siehe hierzu Art. 3 Abs. 1 b) iii und Abs. 2 Beschluss (EU) 2016/2248 der EZB.

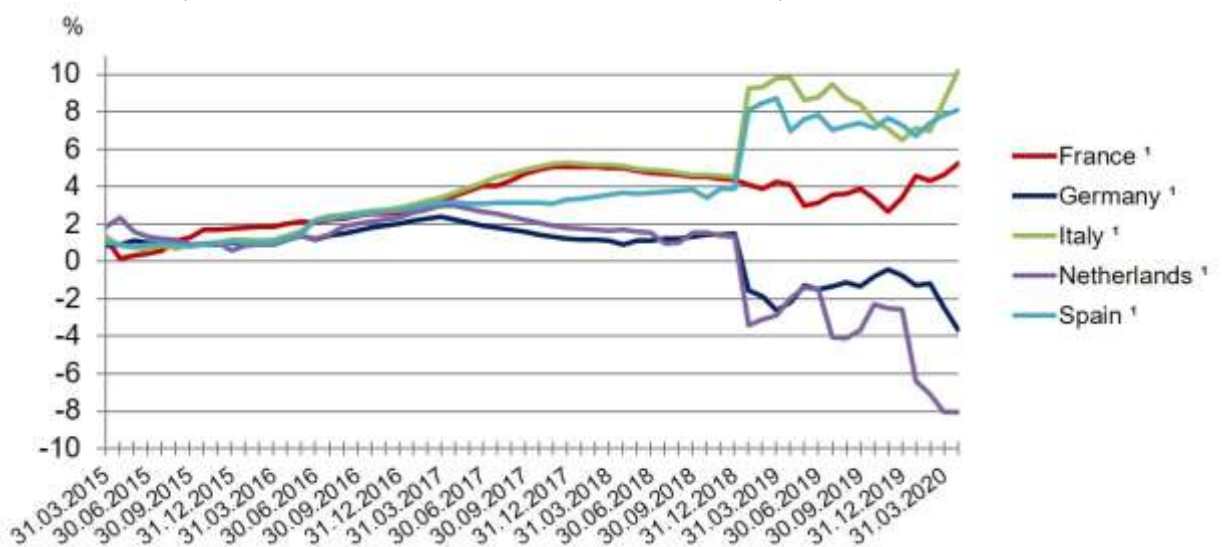
¹⁰ Europäische Zentralbank (2019), Kapitel 2.3.

¹¹ 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 Forderungsverzicht wäre ein Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung, eine Ablehnung würde das Land in den Bankrott treiben.

Ganz wesentlich für eine gleichgewichtete und deshalb *diskriminierungsfreie geldpolitische Maßnahme* – und als solche wird das PSPP-Programm von der EZB geführt – ist die Beschlussvorgabe, dass die Ankäufe der Staatsanleihen von den jeweiligen NZBen gemäß dem *Kapitalschlüssel der EZB* erfolgen sollen.¹² Eine anhaltende und signifikante Übergewichtung könnte als fiskalisch motivierte Unterstützung des Kreditzugangs einzelner Eurostaaten zulasten der untergewichteten Mitgliedstaaten gewertet werden.

Verwendet man die aktuelle Portfoliostruktur als Indikator, so lässt sich eine länderspezifisch teils *erhebliche Divergenz vom Kapitalschlüssel* konstatieren. Betrachtet man die nach PSPP-Anteilen fünf größten Länder (insges. 86 % ausmachend, Stand 30.04.2020), so wurden – gemessen am EZB-Richtwert ‚Kapitalanteil‘ – übermäßig viele Staatsanleihen gekauft von Italien (Abweichung um 10,2 %, entsprechend 36,4 Mrd. Euro), Spanien (8,1 %, 20,3 Mrd. Euro) und Frankreich (5,2 %, 22,4 Mrd. Euro), während zu wenige von den Niederlanden (minus 8,1 %, minus 9,9 Mrd. Euro) und Deutschland (minus 3,6 %, minus 20,1 Mrd. Euro) erworben wurden (vgl. Abb. 1).

Abb. 1: Abweichung der fünf größten Länderanteile an PSPP-Käufen vom EZB-Kapitalschlüssel (Schlüssel der Euro-Länder ohne Griechenland) in Prozent



¹ Abweichung der anteiligen kumulierten PSPP-Bestände vom EZB-Kapitalschlüssel der Eurostaaten ohne Griechenland, von März 2015 – April 2020 jeweils zum Monatsende berechnet.

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

Hansen u. Meyer (2020) - eigene Berechnungen.

¹² Siehe Art. 6 Abs. 4 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB. Geeigneter *Verteilungsschlüssel* aus geldpolitischer Sicht wäre eigentlich eine alleinige Ländergewichtung gemäß *BIP-Anteilen* des Euroraumes. Tatsächlich ist jedoch der davon abweichende EZB-Kapitalschlüssel (Berechnung zu je 50 % nach *BIP- und Bevölkerungsanteil*) maßgeblich für die Aufteilung der Staatsanleihekäufe nach Ländern.

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. Für die innerhalb des PSPP-Programms sowohl *konzeptionell* (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 zu Art. 6 Abs. 4 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB und lassen die Vermutung aufkommen, dass fiskalische Motive eines *beförderten Kreditzugangs hochverschuldeter Eurostaaten* (mit) verfolgt werden. Das PSPP wird de facto zum Kriseninstrument für den Staatskreditzugang. Somit schwimmt die Grenze zwischen einer geldpolitischen und einer fiskalisch-wirtschaftspolitischen Ausrichtung infolge der zunehmenden PSPP-Asymmetrie immer weiter. Die Grenze zur *monetären Staatsfinanzierung* wurde damit überschritten.¹³

3 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 %).¹⁴ Damit unterliegen 20 % der PSPP-Käufe einer *Verlustvergemeinschaftung*, an der die Eurostaaten entsprechend ihrem Kapitalanteil an der EZB beteiligt sind. Zu hinterfragen ist deshalb 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 [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

¹³ Siehe auch das denkwürdige Memorandum ehemaliger Notenbanker zur aktuellen EZB-Politik und den Staatsanleihekäufen. Sie bewerten die Wiederaufnahme der Netto-Ankäufe 2019 als schwer nachvollziehbar aus geldpolitischer Sicht. Vielmehr wird hinter der Maßnahme der Versuch vermutet, hochverschuldete Eurostaaten vor höheren Zinssätzen zu schützen. Aus ökonomischer Sicht habe die EZB bereits die Grenze zur monetären Staatsfinanzierung überschritten. Vgl. Hannoun, Issing, Liebscher, Schlesinger, Stark u. Wellink (2019).

¹⁴ Zur Portfolioallokation siehe Art. 6 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB.

zulasten der Einkünfte der EZB gehen. Ein etwaig dadurch entstehender Verlust der EZB kann gemäß Art. 33.2 ESZB-Satzung durch Kürzung oder Streichung der den NZBen nach Art. 32.5 ESZB-Satzung zustehenden Anteile an den monetären Einkünften ausgeglichen werden. Folgerichtig heißt es auch in einer Pressemitteilung der EZB: „Somit unterliegen 20 % der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten dem Prinzip der Risikoteilung.“¹⁵

Indirekt würden in so einem Fall den Staatshaushalten weniger Notenbankgewinne überwiesen werden. Mithin ist mit der Portfolioallokation des PSPP eine höhere und direktere *Risikovergemeinschaftung* verbunden als vom BVerfG selbst erkannt. Letztendlich läuft dieser Sachverhalt auf eine *gezielte fiskalische Subventionierung* einzelner Mitgliedstaaten hinaus. Vor diesem Hintergrund wäre die Einschätzung des BVerfG, wonach die im Rahmen des PSPP-Programms vorgesehene Risikoaufteilung die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages nicht tangiert, ebenfalls zu hinterfragen.

4. Ausblick – Konsequenzen einer Aussetzung der Mitwirkung der Bundesbank am PSPP-Beschluss

Langfristig-institutionelle Handlungsoption:

Die Analyse zum PSPP-Programm ergibt in drei Punkten Hinweise, dass die deutschen Verfassungsorgane, voran der Deutsche Bundestag, ihrer Integrationsverantwortung nicht in notwendiger und hinreichender Weise nachgekommen sind:

- Es besteht *Intransparenz* bzgl. einer externen Nachprüfung, ob die Obergrenze je Emission im Verwaltungsvollzug tatsächlich eingehalten wird;
- Indizien wie insbesondere nicht nur kurzfristige und erhebliche Abweichung vom EZB-Kapitalschlüssel weisen auf einen Verstoß gegen das Verbot zur *monetären Staatsfinanzierung* hin;
- Es besteht eine nicht unerhebliche *Verlustvergemeinschaftung*, die die haushaltspolitische Gesamtverantwortung des Deutschen Bundestages tangieren könnte.

Auch um zukünftig – bspw. infolge des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP)¹⁶ – mögliche Verstöße gegen das Prinzip der Einzelermächtigung bzw. eine Überschreitung über-

¹⁵ Europäische Zentralbank (2015b).

¹⁶ Das PEPP-Programm weicht gegenüber dem PSPP-Programm in mindestens drei, auch vom Urteil angesprochenen Punkten ab. So sind gemäß Art. 5 Abs. 3 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB Abweichungen vom EZB-Kapitalschlüssel ausdrücklich vorgesehen. Hinsichtlich der Portfolioallokation ist zudem offenbar eine geringere Transparenz als im Rahmen des PSPP geplant. Außerdem fehlen die bisherigen Ankaufobergrenzen von 33 % je Emission (und Emittent), so dass der EZB bei zukünftigen Umschuldungsverhandlungen ggf. eine nicht unproblematische Sperrminorität zufiele. Mit der Zulassung griechischer Staatsschuldpapiere entfallen außerdem bislang bestehende Sicherheitsanforderungen. Siehe Art. 3 Beschluss (EU) 2020/440 der EZB.

tragener Kompetenzen gar nicht erst auftreten zu lassen, sollte eine institutionalisierte und regelmäßige Kontrolle entsprechender Programme und ihrer Durchführung eingerichtet und vorgenommen werden. Bspw. könnte dieser Ausschuss – evtl. im Verbund mit dem Haushaltsausschuss – und in engem Kontakt mit der Bundesbank diese Aufgabe übernehmen.

Anlassbezogene Konsequenzen:

Gemäß BVerfG-Urteil ist 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 den PSPP-Beschluss zu konterkarieren, müsste das ESZB-System den Verkauf der deutschen Staatsanleihen ersetzen. Da die Portfolioallokation gemäß Art. 6 Beschluss (EU) 2020/188 der EZB nicht mehr ohne weiteres anwendbar ist, kommen mindestens zwei Alternativen in Betracht.

- (1) Die anderen Euro-Mitgliedstaaten und die EZB erwerben die deutschen Anleihen im Umfang von rund 480 Mrd. Euro. Der bilanzielle Aktivtausch bei der Bundesbank würde zu einem *Anstieg der deutschen TARGET-Forderungen* in gleicher Höhe führen.
- (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 zulasten Deutschlands geschaffen – die *Kongruenz von Geldemissions- und Geldannahmegemeinschaft würde endgültig zerfallen*.¹⁷

Eine Währungsunion ohne die Mitwirkung der Bundesbank mit einem Kapitalanteil an der EZB von ca. 26 % (am eingezahlten Kapital) wäre mittelfristig kaum denkbar, zu groß wäre die auch nach außen hin sichtbare Instabilität. In vorletzter Konsequenz wären – auch vor dem Hintergrund der Aussage von EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die Vertragsgrundlagen wären inzwischen zum Teil überholt¹⁸ – *zwei Handlungsoptionen* seitens der Bundesrepublik vorstellbar:

¹⁷ Zur bereits derzeit fehlenden Kongruenz von Geldemissions- und Geldannahmegemeinschaft siehe ausführlich Hansen u. Meyer (2019; 2017a; 2017b). In der Vergangenheit war eine fehlende Übereinstimmung der ursächliche Faktor eines Zerfalls der Lateinischen Münzunion (1865) und der Kronenzone (2018).

¹⁸ Siehe Mussler u. Piller (2020).

- (1) Deutschland drängt auf eine *Änderung der Abstimmungsregel* in der ESZB-Satzung, nach der jeder Euro-Mitgliedstaat eine (gleichgewichtete) Stimme hat. Das Stimmengewicht sollte in Anlehnung an den EZB-Kapitalanteil geändert werden. Da entsprechend Art. 48 EU-Vertrag anzuwenden wäre, dürfte eine einvernehmliche Einigung unwahrscheinlich sein.
- (2) Deutschland führt eine *Parallelwährung* ein, ggf. zusammen mit anderen interessierten Mitgliedstaaten. In einem Wettbewerb der Währungen könnten die Bürger*innen gemäß ihren Präferenzen die jeweilige Währung wählen. Langfristig könnte sich der Euro von einer Einheitswährung zu einer Gemeinschaftswährung teilnehmender Staaten entwickeln. Eine nationale Währung bietet nicht zuletzt für die Krisenstaaten eine Chance hinsichtlich einer wettbewerbsverbessernden Abwertung und national verantworteter Geldschöpfung in Zeiten notwendiger Staatskredite. Die Anleitung zu einer Euro-Parallelwährung ist in der Literatur hinreichend beschrieben.¹⁹

Literatur

Artikel und Monographien

- Afflatet, Nicolas (2019), Staatsfinanzierung durch Geldpolitik, in: Wirtschaftsdienst, 99. Jg. (2019), H. 8, S. 562-566.
- Blaes, Barno A., Kraaz, Björn u. Offermanns, Christian J. (2019), The effects of the Eurosystem's APP on euro area bank lending: Letting different data speak, in: Discussion Paper der Deutsche Bundesbank, No 26/2019, Frankfurt/Main 2019.
- Boucinha, Miguel u. Burlon, Lorenzo (2020), Negative rates and the transmission of monetary policy, in: ECB Economic Bulletin, Issue 3/2020, https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202003_02~4768be84e7.en.html#toc1 (Abrufdatum 18.05.2020).
- DZ-Bank (Hrsg.) (2019), Niedrigzinsphase: keine Trendwende erkennbar – wachsende Zinseinbußen privater Haushalte, <https://bielmeiersblog.dzbank.de/2019/05/14/niedrigzinsphase-keine-trendwende-erkennbar-wachsende-zinseinbuessen-privater-haushalte/> (Abrufdatum 18.05.2020).
- Eistert, Thorsten (2018), Die Politik der "quantitativen Lockerung" – Worum geht es und welche Ziele werden damit verfolgt?, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2018), Geld und Geldpolitik, S. 88-93.
- Europäische Zentralbank (2019), Jahresbericht 2018, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2018~d08cb4c623.de.html> (Abrufdatum 10.04.2019).
- Hannoun, Hervé; Issing, Otmar; Liebscher, Klaus; Schlesinger, Helmut; Stark, Jürgen u. Wellink, Nout (2019), Memorandum on the ECB's Monetary Policy, <http://www.hanswernersinn.de/dcs/Memorand-ECB-Monetary-Policy-04102019.pdf> (Abrufdatum: 06.04.2020).
- Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2020), Das PSPP-Programm vor dem Hintergrund des Urteils des Bundesverfassungsgerichts v. 5. Mai 2020 – Asymmetrische Ländergewichtung und Risikovergemeinschaftung im Fokus, unveröffentlichtes Arbeitspapier, Hamburg 2020.
- Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2019), ANFA und die Anleihekaufprogramme – Gefahr für die Unabhängigkeit der EZB? in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 72. Jg. (2019), H. 21, S. 20-25, <https://www.kreditwesen.de/kreditwesen/themenschwerpunkte/aufsaeetze/anfa-anleihekaufprogramme-gefahr-fuer-unabhaengigkeit-ezb-id60204.html>.
- Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2017a), ANFA – National Money Creation as an Existential Threat to the Currency Union?, in: Intereconomics, Vol. 52 (2017), No. 4, S. 230-237, <http://dx.doi.org/10.1007/s10272-017-0680-9> und <https://archive.intereconomics.eu/year/2017/4/>.

¹⁹ Zu den rechtlichen Möglichkeiten, den organisatorischen Vorbereitungen und den ökonomischen Konsequenzen vgl. ausführlich Meyer (2020), S. 339-553.

Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2017b), ANFA – A National Licence to Print Money within the Eurosystem?, in: Journal of International Banking Law & Regulation, Vol. 32 (2017), Issue 12, S. 513-525, <https://eron-glu.com/2017/11/14/index-journal-of-international-banking-law-regulation-2017-vol-3210-12/>.

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

Mussler, Werner u. Piller, Tobias (2020), Steht der Euro in Frage?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 09.05.2020, S. 17.

Rechtsquellen

Bundesverfassungsgericht (2020), Urteil des Zweiten Senats zum PSPP-Programm v. 5. Mai 2020 - 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15 - Rn. (1 - 237), http://www.bverfg.de/e/rs20200505_2bvr085915.html (Abrufdatum 07.05.2020).

Europäischer Gerichtshof, Urteil v. 11.12.2018, 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“, <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=208741&pageIndex=0&doclang=de&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=11630090> (Abrufdatum 30.04.2020).

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), 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 (Abrufdatum 01.04.2020).

Europäische Zentralbank (2020b), Beschluss (EU) 2020/440 der Europäischen Zentralbank vom 24. März 2020 zu einem zeitlich befristeten Pandemie-Notfallankaufprogramm (EZB/2020/17), https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32020d0440_de_txt.pdf (Abrufdatum 17.04.2020).

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), https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d003601_de_txt.pdf (Abrufdatum 17.05.2020).

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), 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 (Abrufdatum 15.08.2018).

Europäische Zentralbank (2015b), EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an, Pressemitteilung vom 22. Januar 2015, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.de.html (Abrufdatum 11.05.2020).

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