

## **ANFA und die Anleihekaufprogramme des Eurosystems**

### **– Eine Gefahr für die geldpolitische Unabhängigkeit der EZB? –**

#### **Abstract**

Das ANFA-Abkommen erlaubt den nationalen Notenbanken des Eurosystems unter bestimmten Voraussetzungen die Emission von Zentralbankgeld auf eigene Rechnung. Die Unabhängigkeitsposition der Europäischen Zentralbank (EZB) gebietet Transparenz und eine eindeutige Abgrenzung dieses nationalen Zusatzgeldes von der gemeinsamen Geldschöpfung des Eurosystems. Vor dem Hintergrund der Anleihekaufprogramme wird die Erfüllung dieser Bedingungen kritisch hinterfragt. Die Konsequenzen werden im Rahmen einer alternativen ANFA-Berechnung analysiert. Im Ergebnis sehen die Autoren die Unabhängigkeit der EZB durch die Einschränkung ihrer geldpolitischen Steuerung als gefährdet an.

#### **Abstract**

Under certain conditions, the Agreement on Net Financial Assets allows the Eurosystem's national central banks the creation of central bank money on their own account. The independent position of the ECB requires transparency and a clear distinction between the additional national and the common Eurosystem's money creation. Against the background of the asset purchase programmes, the fulfilment of these conditions is critically examined. The consequences are analysed by using an alternative calculation method for Net Financial Assets. As a result, the ensuing limitation in leeway to conduct monetary policy potentially jeopardises the independence of the ECB.

**Schlüsselwörter:** ANFA-Abkommen, Quantitative Lockerung (quantitative easing, QE) Anleihekaufprogramme, Währungsunion, monetäre Staatsfinanzierung

**Keywords:** Agreement on Net Financial Assets, Quantitative Easing (QE), Asset Purchase Programme, Monetary Union, Monetary Financing

**JEL-Klassifikation:** E44; E52; E58

## 1 Das ANFA-Abkommen – Eine Europarechtliche Einordnung

Die Europäische Union (EU) beruht auf den konstitutiven Prinzipien der Supranationalität, der Einzelermächtigung und der Subsidiarität.<sup>1</sup> *Supranationalität* dient der begrifflichen Unterscheidung der EU gegenüber gewöhnlichen internationalen Organisationen. So kann die EU verbindliche Beschlüsse fassen, die die Mitgliedstaaten auch zu einem Handeln entgegen ihrem Willen zwingen können. Dabei müssen die Mitgliedstaaten nicht einmal in den Beschlussorganen vertreten sein (Kommission, Europäischer Gerichtshof, EuGH) oder aber sie können gemäß dem Majoritätsprinzip überstimmt werden (Europäische Zentralbank, EZB). Als weitere Merkmale treten die Eigenständigkeit, die unmittelbare Wirksamkeit und der Vorrang des Unionsrechts vor dem nationalen Recht hinzu. Den Gegenpol bilden das Prinzip der *Einzelermächtigung* und das der *Subsidiarität*. (Art. 5 EU-Vertrag, EUV). Im Gegensatz zu Staaten, die innerstaatlich neue Kompetenzen begründen können („Kompetenz-Kompetenz“), ist die EU auf die begrenzte Einzelermächtigung der Mitgliedstaaten angewiesen.<sup>2</sup> Außerdem gilt das Subsidiaritätsprinzip, das sich u.a. in einer Kompetenzordnung von ausschließlichen, geteilten und anderen Zuständigkeiten zwischen der EU und den Mitgliedstaaten widerspiegelt (Art. 2 bis 4 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, AEUV). Implizit beinhaltet es eine Beweislastregel, nach der jegliche Zentralisierung begründungspflichtig ist.<sup>3</sup>

Die „Währungspolitik für die Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist“ (Art. 3 Abs. 1 lit c AEUV) zählt zu den ausschließlichen Unionszuständigkeiten. Diese Zentralität ist folgerichtig, um den Grundsatz der *Kongruenz von Emissions- und Geldannahmegemeinschaft* sicherzustellen, der als Stabilitätsvoraussetzung einer Währungsunion gilt. Sie verhindert eine Aushöhlung des Zentralbankmonopols der Geldschaffung durch einzelne Staaten, die letztlich zum Auseinanderbrechen der Kronen- (1918) und der Rubelzone (1991) führte.<sup>4</sup> Gemäß Art.

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu Streinz (2012), Rn. 129 ff.

<sup>2</sup> Vgl. Streinz (2012), Rn. 135. Entsprechend den national unterschiedlichen Legislativverfahren müssen die nationalen (Gesetzgebungs-)Organe ihre Kompetenz an die EU förmlich abtreten. In der Bundesrepublik regelt vornehmlich Art. 23 Grundgesetz (GG) dieses Verfahren.

<sup>3</sup> Vgl. Streinz (2012), Rn. 172 bis 174 sowie Vaubel (2018), S. 28. Allerdings greift die Beweislastregel nur für die Bereiche, in denen keine ausschließliche Zuständigkeit besteht. Hier wirkt das Subsidiaritätsprinzip als Kompetenzausübungsschranke.

<sup>4</sup> Vgl. hierzu auch ausführlich Theurl (2012), S. 69 ff., die die Zukunft des Euro anhand von 12 Lehren aus der Geschichte von Währungsunionen ableitet.

127 Abs. 1 AEUV obliegt es dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB), „die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen“. Der EZB-Rat beschließt im Regelfall mit einfacher Mehrheit (Art. 10 Abs. 2 EZB-Satzung), was die Handlungsfähigkeit und die Einheitlichkeit der Geldpolitik gewährleistet.

Hinter dieser scheinbar zentralistischen Struktur verbirgt sich als ein wesentliches ordnungspolitisches Merkmal der Europäischen Währungsunion (EWU) eine dezentral-föderale Struktur bei zentraler Leitungsinstanz.<sup>5</sup> So besteht der EZB-Rat als oberstes Beschlussorgan aus dem Direktorium sowie den Präsidenten aller nationalen Zentralbanken (NZBen). Zudem erfolgt eine Aufgabenteilung zwischen der EZB und den NZBen, so im Falle der Bankenaufsicht, der Sicherstellung der Finanzstabilität und der statistischen Datenerfassung. Zugleich kann der EZB-Rat Leitlinien und Beschlüsse erlassen, „die notwendig sind, um die Erfüllung der dem ESZB nach den Verträgen und dieser Satzung übertragenen Aufgaben zu gewährleisten.“ (Art. 12 Abs. 1 EZB-Satzung). Diese Option stellt ein Einfallstor dar, um den NZBen die Schaffung von nationalem Zusatzgeld zu ermöglichen. Konkret geht es hier um die Vereinbarungen zu den ANFA-Eigenanlagen.<sup>6</sup>

Das *ANFA-Abkommen* ist eine vertragliche Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen (NFA) zwischen den 19 NZBen und der EZB.<sup>7</sup> Es beinhaltet Regeln und Obergrenzen von Wertpapierbeständen, die die NZBen eigenständig erwerben können. Diese ANFA-Wertpapierkäufe nehmen die NZBen in eigener Verantwortung, auf eigene Kosten und eigenes Risiko wahr. Die Rechtsgrundlage dieser *Eigenanlagen* besteht in Art. 14.4 EZB-Satzung. Zu den hier genannten ‚anderen Aufgaben‘ zählen Anlagen, die im Zusammenhang mit Währungsreserven, Pensionsfonds bzw. Pensionsrückstellungen der NZBen für ihre Mitarbeiter, der Gegenposition zum Grundkapital und zu Rücklagen stehen sowie ‚allgemeinen Anlagezwecken‘ dienen. Darüber hinaus fallen auch Einlagen öffentlicher Haushalte, bspw. Staatsanleihen, und internationaler Institutionen hierunter. Durch die Wertschriftkäufe und die Bereitstellung von Zentralbankgeld nimmt die jeweilige NZB eine Geldschöpfung auf eigene Rechnung vor.

<sup>5</sup> Zu den dezentralen Elementen der Geldpolitik in der Eurozone vgl. auch Steinkamp (2019), S. 75 ff.

<sup>6</sup> Weitere Vereinbarungen bestehen zu TARGET2 (Transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem) und den ELA-Liquiditätsnothilfen (Emergency Liquidity Assistance). Nur die ELA-Liquiditätsnothilfen zählen zu den ANFA-Eigenanlagen.

<sup>7</sup> Siehe hierzu das Agreement of 19. November 2014 on net financial assets (ANFA-Abkommen) sowie die Erläuterungen der Europäischen Zentralbank (2015a; 2015b). Der privatrechtliche Vertrag nach deutschem Recht liegt nur in englischer Sprache vor und wird alle fünf Jahre, so auch 2019, überarbeitet (Art. 7 und 8 ANFA-Abkommen). Das erste ANFA-Abkommen wurde im Jahr 2003 geschlossen. Zusätzlich wurden 2014 Leitlinien für Inlandsgeschäfte der NZBen herausgegeben, die eine regelkonforme Handhabung der einzelnen Transaktionen sicherstellen sollen. Siehe die Guideline of the European Central Bank of 20. February 2014 on Domestic Asset and Liability Management Operations by the National Central Banks (ECB/2014/9). Bspw. sind hier Informations- und Zustimmungspflichten für spezielle Wertpapiergeschäfte vorgesehen.

Das ANFA-Abkommen wurde ohne eine Beteiligung der nationalen Parlamente von den Notenbanken vereinbart, obgleich es haushaltswirksame Folgen haben kann. Die Vereinbarungen ermöglichen eine Geldschöpfung auf nationale Rechnung – nationales Zusatzgeld. Übersteigt diese den jeweiligen EZB-Kapitalschlüssel bzw. den nationalen Anteil am Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euroraumes,<sup>8</sup> so besteht die Gefahr einer Kostenexternalisierung zulasten der Euro-Annahmegemeinschaft. Bspw. könnte die Seigniorage nationalisiert, eine quasi-monetäre Staatsfinanzierung betrieben und bei Staatsanleihekäufen dem Staat eine Nullzins-Finanzierung zufließen.

## 2 Intransparenz und Bewertungsspielräume

Transparenz und eine eindeutige Zuordnung der Wertpapiergeschäfte zu geld- und nicht-geldpolitischen Operationen wären wichtige Bedingungen für die Glaubwürdigkeit und Akzeptanz dieses Instruments – nicht nur gegenüber der Öffentlichkeit, sondern auch zwischen den einzelnen NZBen. Nicht zuletzt gebietet die *Unabhängigkeit* der EZB und der NZBen die Einhaltung dieser beiden Voraussetzungen.

### 2.1 Intransparenz

Das *ANFA-Abkommen* galt lange Zeit als ‚Geheimprotokoll‘, zu dem bis zur Veröffentlichung am 5. Februar 2016 nur wenige hochrangige Personen des ESZB-Systems Zugang gehabt haben. Erst unter Berufung auf das Informationsfreiheitsgesetz hat die EZB den Wortlaut des Protokolls nach einstimmigem Beschluss veröffentlicht. Wohl auch auf Druck der Öffentlichkeit folgte eine kurze Periode offensiver Informationen. Hierin kündigte die EZB an, „die aggregierten Netto-Finanzanlagen des Eurosystems [veröffentlichen zu wollen, d. Verf.], während die NZBen ihre jeweiligen Netto-Finanzanlagen jährlich offenlegen werden (zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Jahresabschlusses).“<sup>9</sup> Während die EZB ihre Ankündigung einhält, liefern die NZBen ein sehr uneinheitliches Bild.<sup>10</sup> Allerdings hat die EZB keinerlei Handhabe, auf diese einzuwirken, da die ANFA-Aktivitäten definitionsgemäß nicht zu den geldpolitischen

<sup>8</sup> Der nationale EZB-Kapitalanteil richtet sich zu je 50 % nach dem BIP und der Bevölkerung des Landes. Alle fünf Jahre wird eine Neuberechnung vorgenommen. Siehe Art. 29 EZB-Satzung.

<sup>9</sup> Europäische Zentralbank (2016a). Zu weiteren Erläuterungen siehe dies. (2016b).

<sup>10</sup> Die EZB veröffentlicht Daten zum Jahresdurchschnitt der NFA der EZB und der NZBen ([https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/shared/data/annual\\_average\\_nfa.en.xlsx](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/shared/data/annual_average_nfa.en.xlsx)), Abrufdatum 22.05.2019. Extreme und anhaltende Veränderungen lassen sich hier jedoch nicht so eindeutig ablesen, wie an den Jahresendwerten. Diese gehen (indirekt) aus der durch die EZB veröffentlichte disaggregierte monatl. Bilanzstatistik hervor (<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/dis/html/index.en.html>), Abrufdatum 22.05.2019.

Aufgaben zählen. Insofern müssen die NZBen keine detaillierte Rechenschaft ablegen. Bspw. stellen die Notenbanken von Frankreich, Spanien und Griechenland in den Jahresabschlüssen 2017 keinerlei Informationen zu ihren NFA zur Verfügung. Andere Notenbanken geben unterschiedlich detailliert Informationen:

- Deutsche Bundesbank:<sup>11</sup> Als ‚Eigenportfolio‘ (Bruttoaktiva) deklariert, gibt die Bundesbank in ihrer Bilanz 2017 Wertpapiere im Umfang von 11,2 Mrd. Euro in ihrem nicht-geldpolitischen Wertpapier-Portfolio an (Jahresdurchschnitt NFA -172,1 Mrd. Euro). Der Betrag wird als Gegenposten zum Grundkapital, zur gesetzlichen Rücklage, zur Rückstellung für allgemeine Wagnisse und zu den langfristigen Pensions- und Beihilferückstellungen ausgewiesen. Die Anlagen bestehen ausschließlich aus festverzinslichen gedeckten Euro- Schuldverschreibungen, davon sind 80 % deutsche Pfandbriefe und 20 % französische gedeckte Schuldverschreibungen. Staatstitel sind nicht dabei.
- Banca d’Italia:<sup>12</sup> Die italienische Notenbank gibt ihr NFA-Investment in der Bilanz 2017 mit 120,5 Mrd. Euro an (Jahresdurchschnitt NFA 113,9 Mrd. Euro), ohne die Anlagen näher zu spezifizieren. Das ist wenig vertrauensbildend, da die Banca d’Italia Ende 2014 bei ihren NFA-Investments von insgesamt 125 Mrd. Euro Staatsanleihen im Umfang von 108 Mrd. Euro angekauft hatte.<sup>13</sup>
- Banco de Portugal:<sup>14</sup> Die portugiesische Notenbank gibt ihre Eigenanlagen (Bruttoaktiva) zum 31.12.2017 mit 34,6 Mrd. Euro an (Jahresdurchschnitt NFA 8,1 Mrd. Euro). Diese sind in Gold, Fremdwährungs- und Euroanlagen investiert. Auch hier fehlen Hinweise, ob bspw. Staatsanleihen angekauft wurden.
- Central Bank of Ireland:<sup>15</sup> Zum 31.12.2017 hält die irische Notenbank einen Bestand an NFA von 17,0 Mrd. Euro (Jahresdurchschnitt NFA 14,9 Mrd. Euro). Die Zusammensetzung der NFA wird anhand der Bilanzpositionen transparent dargestellt. Investments in Staatsanleihen bestehen nicht.
- National Bank of Belgium:<sup>16</sup> Die belgische Zentralbank gibt lediglich ihren NFA-Bestand zum 31.12.2017 mit 10 Mrd. Euro (Jahresdurchschnitt NFA 17,3 Mrd. Euro) an.

In den Jahren 2008, 2009, 2010 sowie 2012 fand ein Wechsel der Bilanzierungsregeln statt, der einen Vergleich verschiedener Jahre erschwert. Erst ab dem Jahr 2009 lassen sich einzelne

---

<sup>11</sup> Siehe Deutsche Bundesbank (2018a), S. 60.

<sup>12</sup> Siehe Banca d’Italia (2018), S. 15.

<sup>13</sup> Vgl. hierzu Hansen u. Meyer (2017), S. 519 Fn. 38.

<sup>14</sup> Siehe Banco de Portugal (2018), S. 26 f. u. S. 61 f.

<sup>15</sup> Siehe Central Bank of Ireland (2018), S. 70 f.

<sup>16</sup> Siehe National Bank of Belgium (2018), S. 35.

Bilanzpositionen zu den ANFA-Eigengeschäften eindeutig zuordnen.<sup>17</sup> Außerdem ist der International Financial Reporting Standards (IFRS) nicht für alle Bilanzpositionen bei der Rechnungslegung im Eurosystem bindend, so dass in den Ausweisen einzelne Abweichungen zwischen den NZBen bestehen.

## **2.2 Zurechnungs- und Bewertungsspielräume verhindern eine eindeutige Erfassung – Die Anleiheankaufprogramme**

Voraussetzung für die Rechtmäßigkeit der ANFA-Geschäfte ist die Vereinbarkeit mit den Zielen und Aufgaben des ESZB (Art. 14.4 EZB-Satzung). Formal-juristisch gesehen dürften diese solange nicht angreifbar sein, wie eine Billigung des EZB-Rates vorliegt und kein Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) besteht. Die ANFA errechnen sich nach der Definition der EZB formal gemäß ausgewählter Bilanzpositionen.<sup>18</sup> Damit bleibt allerdings das Problem weiterhin bestehen, welche Transaktionen und Bestände den jeweiligen Positionen inhaltlich zuzurechnen sind. Konkret: Was ist eine geldpolitische, was eine fiskalisch-wirtschaftspolitische Maßnahme? Und unter welchen Bedingungen liegt bei Käufen von Staatsanleihen ggf. eine verbotene monetäre Staatsfinanzierung vor?

Im Folgenden werden die Anleiheankaufprogramme im Rahmen der ‚krisenbedingten Sondermaßnahmen des Eurosystems‘ näher betrachtet, die seit 2010 aufgelegt wurden.<sup>19</sup> Tab. 1 gibt eine Übersicht zu den technischen Details, wie den Zeitraum der Aktivierung, den Umfang der Ankäufe, eine mögliche Sterilisierung, die Art der Wertpapierkäufe sowie die speziellen Zielsetzungen der Programme. Die nachfolgende Argumentation hinsichtlich einer nicht-geldpolitischen, d.h. auch fiskalisch-wirtschaftspolitischen Ausrichtung der Programme umfasst die geäußerten Absichten, die Durchführung und Struktur der Käufe sowie deren Wirkungen.

<sup>17</sup> Vgl. auch Hoffmann (2015), S. S. 180, 183, 200 u. 235. Dies betrifft v.a. die Positionen A7.2 und A11.3 der NZBen sowie A7.2 und A9 des konsolidierten Eurosystems; ebenso ab 2012 die ELA-Notliquidität (Position A6.)

<sup>18</sup> Die ANFA-Netto-Finanzanlagen errechnen sich nach der Definition der Europäische Zentralbank (2016b) – bezogen auf die Gliederung der konsolidierten Bilanz des Eurosystems - auf der Aktivseite aus der Summe der Bilanzpositionen A1 bis 4, 5.6, 6, 7.2, 8 und 9 abzüglich der Positionen P2.5 sowie 3 bis 12 auf der Passivseite. Siehe auch Anhang I des ANFA-Abkommens sowie die Gegenüberstellung bei Hoffmann (2016), Anhang I., und die Central Bank of Ireland (2018), S. 71, in denen die entsprechenden, leicht abweichenden Bilanzpositionen der nationalen Zentralbanken aufgeführt werden.

<sup>19</sup> Für die folgenden Ausführungen siehe die jeweiligen Programme unter Europäische Zentralbank (2010; 2012; 2014b; 2014c; 2016a; 2016b) und European Central Bank (2009; 2010). Neben den speziellen Anleiheankaufprogrammen zählt die Bundesbank (2018b) zu den ‚krisenbedingte Sondermaßnahmen des Eurosystems‘ die Vollzuteilungspolitik, die Absenkung des Zinses für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte bis auf null, den Aufbau von TARGET2-Salden aufgrund eines unsicheren Interbankenmarktes, eine Forward Guidance mit der gezielten Information der Öffentlichkeit zur längerfristigen Ausrichtung der Geldpolitik sowie die Lockerung der Sicherheiten für Banken bei Wertpapierabgaben an die EZB.

Programm	Zeitraum	Umfang <sup>1)</sup>	ZB-Geldmenge	Wertpapierkäufe <sup>2)</sup>	Laufzeit	Zielsetzung	Besonderheiten
<b>SMP</b> Securities Markets Programme	5/2010-9/2012	[219 Mrd. €]	Sterilisierung (nur bis 6/2014)	Krisenländer mit drohender Illiquidität I, GR, E, P, IRL Staatsanleihen	Endfälligkeit  Restlaufzeit ca. 4-5 J.	geldpolitische Transmission staatlicher Kreditzugang privater Kreditzugang	de facto keine Sicherheitsanforderungen Anleihen privater Emittenten möglich
<b>OMT</b> Outright Monetary Transactions	7/2012 bislang nicht aktiviert	unbegrenzt	Sterilisierung	Krisenland mit akuter Illiquidität Staatsanleihekäufe am Sekundärmarkt	Restlaufzeit von 1-3 J.	geldpolitische Transmission staatlicher Kreditzugang	bestehendes Hilfsprogramm Konditionalität/Auflagen Marktzugang ist gegeben keine Sicherheitsanforderungen
<b>CBPP1</b>  <b>CBPP2</b>	7/2009-6/2010  11/2011-10/2012	[60 Mrd. €]  [16 Mrd. €]		gedeckte Schuldverschreibungen 27 % Primär-/73 % Sekundärmarktkäufe	Restlaufzeit max. 10,5 J.	Erleichterung des Kreditzugangs für Banken u. Unternehmen Refinanzierungen	Investmentgrade AA Mindestrating BBB-/Baa Primär- und Sekundärmarktkäufe
<b>QE/APP</b> Asset Purchase Programme	3/2015-12/2017	2,56 Bill €	Ausweitung	vier Programme: PSPP, ABSPP, CBPP3, CSPP ca. 80 % des Volumens sind Staatsanleihen		Inflationsziel 2 % Zinssenkung Konjunkturförderung	QE aufgrund des Nullzinses
<b>PSPP</b> Public Sector Purchase Programme	3/2015 -	2,09 Bill €	Ausweitung von 01/2019 bis 10/2019 nur Wiederanlage von Rückflüssen ab 11/2019 Wiederaufnahme der Ankäufe	Staatsanleihen gem. EZB-Kapitalschlüssel (90 %), EU-Institutionen (ESM, EIB) (10 %) Emittenten mit Förderauftrag	Endfälligkeit  Restlaufzeit 1-31 J.	geldpolitische Transmission verbessern Kreditzugang erleichtern Zinssenkung Konjunkturförderung Inflationsziel nahe unter 2 %	Investmentgrade 3 GR/CY sind ausgeschlossen 20 % Risikovergemeinschaftung auch Negativzins-Anleihen nur Sekundärmarktkäufe mit „Sperrfrist“
<b>ABSPP</b> Asset Backed Securities Purchase Programme	11/2014 -	26 Mrd. €	Ausweitung ab 01/2019 nur Wiederanlage von Rückflüssen	gedeckte Schuldverschreibungen und ABS-Wertpapiere Primär-/Sekundärmarktkäufe	Endfälligkeit	siehe PSPP	Investmentgrad 3 Ausnahmen für GR/CY Käufe im Auftrag des Eurosystems Risikovergemeinschaftung
<b>CBPP3</b> Covered Bond Purchase Programme	10/2014 -	262 Mrd. €	Ausweitung ab 01/2019 nur Wiederanlage von Rückflüssen	gedeckte Schuldverschreibungen und ABS-Wertpapiere Primär-/Sekundärmarktkäufe	Endfälligkeit	siehe PSPP	Investmentgrad 3 Ausnahmen für GR/CY Risikovergemeinschaftung
<b>CSPP</b> Corporate Sector Purchase Programme	6/2016 -	178 Mrd. €	Ausweitung ab 01/2019 nur Wiederanlage von Rückflüssen	Unternehmensanleihen (ohne Banken)	Endfälligkeit  Restlaufzeit 6 Mon.-31 J.	siehe PSPP	Investmentgrade 3 Unternehmen mit Sitz im Euroraum auch Negativzins-Anleihen Risikovergemeinschaftung

1) Stand: 1. April 2019. Bei abgeschlossenen Programmen stehen die gesamten Ankäufe in Klammern.

2) Höchstgrenzen pro Emission: PSPP Staatsanleihen 33 %, EU-Institutionen (ESM/EIB) 50 %; ABSPP 70 %, CBPP3 70 %.

Quelle: Deutsche Bundesbank (2018b; 2018c); Europäische Zentralbank (2010; 2012; 2014b; 2014c; 2015b; 2016b) und European Central Bank (2009; 2010; 2019).

Tab. 1: Übersicht zu den Anleihekupprogrammen des Eurosystems

Die Programm-Entscheidungen werden von der EZB in etwa gleichlautend mit der *Zielsetzung* einer verbesserten geldpolitischen Transmission, einem erleichterten Kreditzugang, verbesserten Kreditkonditionen (Zinssenkungen) für Haushalte und Unternehmen und einer Anhebung der Inflationsrate auf nahe 2 % begründet.<sup>20</sup> In öffentlichen Äußerungen fordern EZB-Vertreter im Zusammenhang mit den Anleihekaufprogrammen darüber hinaus von den Krisen- bzw. Programmstaaten mit hohen Staatsschulden und instabilen Banken, die gewährte EZB-Unterstützung und den verschafften Zeitgewinn zu nutzen, um die notwendigen Reformen, strukturellen Anpassungen und Kreditbereinigungen vorzunehmen.<sup>21</sup> Diese Position eröffnet eine fiskalisch-wirtschaftspolitische Interpretation dieser Programme, indem indirekt auf die Ursachen eines erschwerten Kreditzugangs der Staaten, den Refinanzierungsproblemen von Banken aufgrund notleidender Kredite und der mangelnden Kredittragfähigkeit der Unternehmen aufgrund von Altlasten in ihren Bilanzen angesprochen wird.

Hinsichtlich der *Durchführung* könnten länderspezifisch *asymmetrische Anleihekäufe* einen Hinweis auf fiskalische Maßnahmen geben, da sie gegen den Grundsatz der geldpolitischen Nichtdiskriminierung verstoßen. Geldpolitische Störungen werden bei symmetrischer Ausgestaltung diskriminierungsfrei über den Zinskanal und den Bilanzkanal/Portfolioneugewichtungskanal beseitigt.<sup>22</sup> Bspw. wurden im Rahmen des SMP-Programmes nur italienische (47 %), spanische (21 %), griechische (15 %), portugiesische (10 %) und irische (7 %) Staatsanleihen angekauft, also gerade die von hochverschuldeten Euro-(Programm-)Staaten, die von der Krise besonders stark betroffen waren.<sup>23</sup> Auch das OMT-Programm, ausdrücklich als SMP-Folgeprogramm ausgewiesen, ist speziell auf Staatsanleihekäufe derjenigen Staaten ausgerichtet, die den Marktzugang zur Refinanzierung de facto verloren haben oder für deren Anleihen der Marktzins auf ein politisch unerwünschtes Niveau gestiegen ist.<sup>24</sup> Ebenfalls entspricht auch das PSPP-Programm in seiner Durchführung nicht den Ankündigungen, dass die

<sup>20</sup> Beispielhaft Europäische Zentralbank (2015b), Rn. 2: „... diese 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.“

<sup>21</sup> Siehe bspw. Mario Draghi auf der EZB-Ratssitzung v. 14.6.2018 unter <https://www.handelsblatt.com/finanzen/geldpolitik/-liveblog-zur-ezb-ratssitzung-der-euro-ist-irreversibel/22686574.html> (Abrufdatum 04.04.2019).

<sup>22</sup> Zu den Wirkungskanälen der Geldpolitik vgl. Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (2018), S. 11 und Europäische Zentralbank (2018b). Zur Argumentation über eine geldpolitische Zuordnung hinausgehende, auch fiskalische Maßnahme vgl. Heinemann (2018), S. 8.

<sup>23</sup> Vgl. Ruhkamp (2013). Zugleich betont die EZB für dieses Programm eine Sterilisierung der Käufe, um zu gewährleisten, „dass der geldpolitische Kurs nicht beeinflusst wird.“ Europäische Zentralbank (2010).

<sup>24</sup> Hierbei wird auf Erfahrungen aus den akuten Liquiditätskrisen Griechenlands (April 2010), Irlands (November 2010) und Portugals (April 2011) zurückgegriffen, wo bei einem Risikoaufschlag auf die als sicher geltenden zehnjährigen Bundesanleihen von 4,5 %-Punkten p.a. der Marktzugang abbrach („skyrocket“).

Staatsanleihekäufe gemäß den EZB-Kapitalanteilen vorgenommen werden.<sup>25</sup> Außerdem sind hier Staatsanleihen aus Griechenland und Zypern von den Käufen ausgeschlossen, da sie kein Investmentgrade-Rating erreichen.<sup>26</sup> Umgekehrt lassen das CBPP3- und das ABSPP-Programm für diese Länder *Ausnahmen von den Sicherheitsanforderungen* beim Ankauf von Schuldverschreibungen zu, was der besonderen wirtschaftlichen Lage dieser Länder geschuldet sein soll. Gleichfalls sind *Restlaufzeiten* der angekauften Wertpapiere des PSPP-Programmes von bis zu 30 Jahren für eine geldpolitische Maßnahme eher unüblich. Schließlich kann als Indiz die Haftung bis zur *Endfälligkeit* gelten, die zwar nicht in den Programmen festgeschrieben steht, aber im Regelfall Anwendung findet. Da das Eurosystem die Wertpapiere endgültig kauft, werden Repogeschäfte mit Rückkaufvereinbarungen ausgeschlossen.

Für gemeinsame geldpolitische Maßnahmen gilt grundsätzlich eine *gemeinschaftliche Haftung*. Dies spiegeln die Vorgaben zur Verteilung der monetären Einkünfte der NZBen und die Verteilung der Nettogewinne und Verluste der EZB wider (Art. 32 f. EZB-Satzung). Hiernach fließen die monetären Einkünfte der NZBen dem Nettogewinn der EZB zu, der dann gemäß den eingezahlten EZB-Kapitalanteilen verteilt wird. Im Rahmen des PSPP-Programmes kaufen die NZBen zu 90 % Staatsanleihen des eigenen Landes und zu 10 % Wertpapiere von EU-Institutionen wie bspw. die des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) oder die der Europäischen Investitionsbank (EIB).<sup>27</sup> Die EZB hält 10 % dieser nationalen Anleihen. Mit Ausnahme der Anleihekäufe von EU-Institutionen (10 %-Anteil) und den EZB-Ankäufen nationaler Staatsanleihen (10 %-Anteil), für die bei etwaigen Verlusten gemeinschaftlich gehaftet wird, haften die NZBen für ihre Staatsanleihekäufe (80 %-Anteil) jeweils selbst. Dies widerspricht den obigen Grundsätzen und lässt auf eine Ablehnung im EZB-Rat schließen, schlechte fiskalische Risiken vergemeinschaften zu wollen. Für die Ankäufe der ABSPP-, CBPP3- und CSPP-Programme wird komplett gemeinschaftlich gehaftet.<sup>28</sup> Sowohl das SMP-Programm wie auch das OMT-Programm verzichten aus Gründen der Durchführbarkeit de facto auf jegliche *Sicherheitsanforderungen* – es sollten/sollen vorrangig Staatsanleihen aus Krisenländern angekauft

<sup>25</sup> Vgl. hierzu Heinemann (2018), S. 5 ff. sowie nachfolgende Ausführungen unter Abschnitt 3.2.

<sup>26</sup> Im Regelfall kaufen die NZBen Staatsanleihen ihrer jeweiligen Zentralstaaten an (Art. 6 Abs. 2 Europäische Zentralbank (2015b)). Im Fall von Griechenland und Zypern, deren Staatsanleihen die geforderten Sicherheitsanforderungen nicht erfüllen, können marktfähige Schuldtitel von internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken angekauft werden, außerdem Schuldtitel von ansässigen öffentlichen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, soweit entsprechende Ratings vorliegen (Art. 3 Abs. 3 u. 4 Europäische Zentralbank (2015b)).

<sup>27</sup> Siehe Europäische Zentralbank (2015b), Art. 6 Abs. 2. Zu Ausnahmen siehe Art. 3 Abs. 3 u. 4.

<sup>28</sup> Nach Angaben des Wissenschaftlichen Dienstes des Deutschen Bundestages (2018), S. 6 müsste die Bundesbank bei einem hypothetischen Verlust der angekauften Vermögenswerte mit Gemeinschaftshaftung selbst im Umfang von 202,8 Mrd. Euro haften. Hinzu käme eine Solitärhaftung von 80 % des PPS-Volumens in Höhe von 392,9 Mrd. Euro. Demnach beträgt das gesamte Haftungsvolumen der Bundesbank 595,7 Mrd. Euro. (Stand Januar 2018).

werden; allerdings nicht ohne an die Staaten zu appellieren, die Stabilitätsvorgaben zukünftig einzuhalten.<sup>29</sup> Da das OMT-Programm an die Voraussetzung der Konditionalität eines ESM-Hilfsprogrammes geknüpft wird, wird zum einen gegen die *Bedingungslosigkeit* geldpolitischer Maßnahmen verstoßen und zum anderen eine *Substitutionalität* zum fiskalischen Rettungsschirm hergestellt.

Die (potenziellen) *Wirkungen* der Programme entsprechen den vom Eurosystem angestrebten Absichten.<sup>30</sup> So wird die Wirkung auf den Kapitalmarktzins der Eurozone in verschiedenen Studien auf -0,4 bis -1,3 %-Pkte angegeben. Zugleich haben sich insbesondere die Risikoprämien für Staatsanleihen aus Griechenland, Italien, Spanien, Portugal und Irland erheblich reduziert, was deren Zinslast zukünftig mindert. Der Zinsrückgang verbilligt die Staatsverschuldung – und macht Reformanstrengungen kurzfristig weniger notwendig.<sup>31</sup> Ebenfalls dürften generell eine konjunkturelle Erholung und eine Inflationssteigerung unterstützt worden sein. Damit sind sowohl geld- wie auch fiskal- und wirtschaftspolitische Effekte angesprochen.

### 2.3 Exkurs: Die Äußerungen des BVerfG zum OMT- und PSPP-Programm

Bereits anlässlich des OMT-Urteils hat das Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) interessante Hinweise zur ökonomischen Streitfrage gegeben, ob die Grenzen der Geldpolitik durch dieses Programm überschritten werden. Um der Gefahr einer fiskalischen Grenzüberschreitung der EZB, speziell die einer monetären Staatsfinanzierung, zu begegnen, hat es deshalb eine Reihe von einschränkenden Bedingungen für eine Aktivierung dieser Notfall-Option festgelegt.<sup>32</sup> Aktuell dürften die obigen Befunde auch von Relevanz für die derzeit vom BVerfG zu klärende Frage sein, inwieweit das PSPP-Programm noch dem ausschließlichen Bereich der Geldpolitik zugeordnet werden kann oder aber die Zuständigkeiten der EZB ggf. schon in Richtung Fiskalpolitik und monetärer Staatsfinanzierung überschreitet.

Die deutschen Klagen gegen das *OMT-Programm* richteten sich auf der Basis eines vermuteten Verstoßes gegen die Artt. 119; 123; 127 AEUV gegen ein Überschreiten des

<sup>29</sup> “The Governing Council has taken note of the statement of the euro area Member State governments that they ‘will take all measures needed to meet their fiscal targets this year and the years ahead in line with excessive deficit procedures’ and the precise additional commitments taken by some euro area Member State governments to accelerate fiscal consolidation and ensure the sustainability of their public finances.” European Central Bank (2010), Rn. 4.

<sup>30</sup> Vgl. Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, (2018), S. 11 ff., wo die Wirkungen anhand von Studien zu Wertpapierankäufen nicht nur des Euroraumes aufgezeigt werden.

<sup>31</sup> Zudem bestehen potenzielle Anreizprobleme, sofern das Risiko der (nationalen) Wertpapierankäufe geteilt wird, vgl. hierzu auch Steinkamp (2019), S. 82 f.

<sup>32</sup> Siehe Urteil des BVerfG vom 21. Juni 2016 - 2 BvR 2728/13, 2 BvR 2729/13, 2 BvR 2730/13, 2 BvR 2731/13, 2 BvE 13/13, Rn. 199.

geldpolitischen Mandats der EZB.<sup>33</sup> Im Krisenfall soll das Eurosystem Staatsanleihen ausgewählter Mitgliedstaaten in unbegrenzter Höhe ankaufen können.<sup>34</sup> Dabei sind drei Voraussetzungen einzuhalten. Neben einer Störung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik muss der Staat ein Auflagenprogramm im Rahmen des ESM erfüllen und zugleich Zugang zum Anleihemarkt haben. Das BVerfG ist in seinem Urteil der Rechtsprechung des EuGH nicht uneingeschränkt gefolgt. Vielmehr sieht es die Gefahr einer fiskalischen Grenzüberschreitung der EZB, speziell die einer monetären Staatsfinanzierung. Deshalb erlässt es für die Aktivierung eine Reihe von einschränkenden Bedingungen:<sup>35</sup>

- Die Ankäufe dürfen nicht angekündigt werden, um den Marktteilnehmern und Staaten keine Gewissheit der Abnahme zu geben.
- Das Volumen der Ankäufe ist zu begrenzen, um die Marktbeeinflussung zu beschränken.
- Zwischen der Emission eines Schuldtitels und seinem Ankauf durch das Eurosystem muss eine im Voraus festgelegte Mindestfrist liegen, die verhindert, dass die Emissionsbedingungen verfälscht werden.
- Es dürfen nur Schuldtitel von Mitgliedstaaten erworben werden, die einen ihre Finanzierung ermöglichenden Zugang zum Anleihemarkt haben.
- Erworbene Schuldtitel dürfen nur ausnahmsweise bis zur Endfälligkeit gehalten werden und müssen dem Markt wieder zugeführt werden, wenn das geldpolitische Ziel erreicht ist.
- Nach Abschluss ist Transparenz über die Rahmenbedingungen einer bestimmten Sekundärmarktintervention herzustellen.

Darüber hinaus hat das BVerfG mit Beschluss vom 18. Juli 2017 Zweifel an der Rechtmäßigkeit des *PSPP-Programmes* erhoben und ein mögliches Überschreiten des geldpolitischen Mandats der EZB sowie einen möglichen Verstoß gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung gesehen (Artt. 119; 123; 127 AEUV).<sup>36</sup> Hierzu hat es erstmalig ein beschleunigtes Verfahren beim EuGH zur Prüfung beantragt. Das BVerfG moniert insbesondere, dass Einzelheiten

<sup>33</sup> Siehe hierzu das Urteil des BVerfG vom 21. Juni 2016 - 2 BvR 2728/13, 2 BvR 2729/13, 2 BvR 2730/13, 2 BvR 2731/13, 2 BvE 13/13 - unter Berücksichtigung des Urteils des Gerichtshofs der Europäischen Union (EuGH) vom 16. Juni 2015 (C-62/14).

<sup>34</sup> "Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough." Rede von Mario Draghi, Präsident der EZB vor der Global Investment Conference in London am 26. Juli 2012.

<sup>35</sup> Siehe Urteil des BVerfG vom 21. Juni 2016 - 2 BvR 2728/13, 2 BvR 2729/13, 2 BvR 2730/13, 2 BvR 2731/13, 2 BvE 13/13, Rn. 199. Z.T. wörtliche Übernahmen.

<sup>36</sup> Siehe BVerfG, Beschluss zur Aussetzung des Verfahrens zum Anleihekaufprogramm der EZB – Vorlagebeschluss zum EuGH v. 18. Juli 2017 betr. 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15.

der Ankäufe angekündigt werden, die den Erwerbern auf dem Primärmarkt die faktische Gewissheit eines Wiederverkaufs geben würden. Auch würden keine Mindesthaltefristen auf dem Primärmarkt veröffentlicht. Darüber hinaus stellt das BVerfG den Erwerb bis zur Endfälligkeit sowie bei Negativrenditen infrage. Infolge des hohen Programmumfangs würden die Refinanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten erheblich beeinflusst, so dass hier eine wirtschaftspolitische Steuerung vorliegen würde. In seinem Urteil vom 11.12.2018 hat der EuGH das PSPP-Programm ohne Einschränkungen für rechtmäßig erklärt.<sup>37</sup>

## 2.4 Zwischenfazit

Über den Inhalt einzelner NFA-Positionen wird von den meisten NZBen nicht berichtet. Infolge dieser Intransparenz besteht keine Möglichkeit der externen Nachprüfbarkeit. Diese wäre aber Voraussetzung, um die Unabhängigkeitsposition der EZB und ihrem Entzug aus der demokratischen Willensbildung zu legitimieren. Daneben besteht ein Zurechnungsproblem. Anhand der verschiedenen, infolge der Staatsschuldenkrisen her installierten Anleihekaufprogramme wurde gezeigt, dass neben der von der EZB herausgestellten geldpolitischen Natur auch gravierende Anhaltspunkte für eine darüber hinausgehende fiskalische bzw. wirtschaftspolitische Zurechnung vorliegen. Die fiskalisch-wirtschaftspolitischen Argumente werden teilweise vom BVerfG aufgegriffen und das geldpolitische Mandat der Programme infrage gestellt. Dies ist insofern von Bedeutung, als dass ein deutsches Verfassungsorgan die folgenden Ausführungen mit inspiriert hat.

Unterschiedliche Bewertungen führen zur Zurechnung von Wertpapieren zu entsprechenden NFA- oder Nicht-NFA-Bilanzpositionen. Da die EZB die Programmankäufe mit einer Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus begründet, erscheinen diese Wertpapiere folgerichtig unter A7.1 „Zu geldpolitischen Zwecken gehaltene Wertpapiere“ in der Bilanz als Nicht-NFA-Position. Bewertet man die Ankäufe aufgrund des beabsichtigten Rückgangs der Kapitalmarktinzinsen, insbesondere der Risikoprämien des jeweiligen Krisenstaates oder gar einer so vermiedenen Insolvenz hingegen als fiskalisch bzw. wirtschaftspolitisch, d.h. als nicht-geldpolitisch motivierten Eingriff, wäre eine Verbuchung unter einer NFA-Position grundsätzlich angezeigt. SMP- und PSPP-Ankäufe würden dann unter A7.2 „Sonstige Wertpapiere“ und A11.3 „Finanzanlagen“, ABSPP- und CBPP-Ankäufe unter A6 „Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet“, A7.2 und A11.3 und CSPP-Ankäufe unter A7.2

---

<sup>37</sup> Siehe EuGH, Urt. v. 11.12.2018, Az. C-493/17. So gehe das Programm nicht über das Mandat der EZB hinaus und verletzt auch nicht das Verbot der monetären Staatsfinanzierung.

und A11.3 als NFA-Position einzustellen sein. Die daraus entstehenden Konsequenzen werden nachfolgend aufgezeigt.

### **3 Neuordnung der ANFA-Anlagen durch die Anleihekaufprogramme**

Da die Programme, trotz zum Teil gleichlautender Zielsetzungen, unterschiedliche Wertpapierklassen und Verfahrensstrukturen kennzeichnen, muss eine Zuordnung differenziert vorgenommen und begründet werden. Dieser Neuordnung nachfolgend wird ein datenmäßiger Vergleich zum originären ESBZ-Konzept der NFA vorgenommen.

#### **3.1 Neuordnung von als fiskalisch-wirtschaftspolitisch bewerteten Anleihekäufe als NFA-Position**

In Abschnitt 2.2 wurde eine Abgrenzung bzw. Gewichtung zwischen geld- versus fiskalisch-wirtschaftspolitischen Maßnahmen anhand verschiedener Kriterien vorgenommen. Für ein eher nicht-geldpolitisches Anleihekaufprogramm sprechen eine Asymmetrie der Ländergewichtung, die Abkehr von einer gemeinschaftlichen Haftung, die Haltung angekaufter Anleihen bis zur Endfälligkeit, keine bzw. abgeschwächte Sicherheitsanforderungen für einzelne Staaten vor dem Hintergrund einer schwachen Kreditwürdigkeit infolge hoher Staatsschulden sowie eine Substitutionalität zu fiskalischen Maßnahmen. Durch ihre ausdrückliche Ausrichtung auf Krisenstaaten wären demnach SMP- und potenzielle OMT-Käufe den NFA zuzurechnen. Ebenso entsprechen die PSPP-Staatsschuldenkäufe einer fiskalisch-wirtschaftspolitischen Ausrichtung, da sie zum einen als Substitut zu den fiskalischen Rettungshilfen wirken, zum anderen die Ankäufe aus Krisenstaaten übergewichten.<sup>38</sup> Außerdem gilt für 80 % der PSPP-Ankäufe eine nationale Haftung. Die NFA-Zuordnung soll nachfolgend auch für die PSPP-Ankäufe von EU-Institutionen mit gemeinschaftlicher Haftung gelten, wobei hier die Vermutung von vorrangig erworbenen ESM-Anleihen zur fiskalischen Unterstützung von Hilfsprogramm-Staaten nicht verifiziert werden konnte.<sup>39</sup> Käufe im Rahmen der ABSPP-, CBPP1 bis 3- und CSPP-Programme werden hingegen nicht den NFA zugerechnet. Die ABS-Wertschriften sind „durch bestehende oder neu begründete Forderungen an Unternehmen des nichtfinanziellen privaten Sektors besichert“ und die gedeckten Schuldverschreibungen beruhen „auf Deckungswerten .., die Forderungen gegen private und/oder öffentliche Stellen umfassen“ – es sind also keine

<sup>38</sup> Siehe Heinemann (2018), S. 3 ff.

<sup>39</sup> Da die NZBen 90 % der PSPP-Käufe tätigen, wäre auch eine NFA-Zuordnung der PSPP-Käufe zu nur 90 % zu rechtfertigen. Da die EZB jedoch ihren 10 %-Anteil in Staatspapieren der Euro-Mitgliedstaaten hält, wird auch dieser Anteil den Staaten gemäß ihrem EZB-Kapitalanteil zugerechnet.

Staatspapiere i.e.S. (oder nur Kommunalschuldverschreibungen).<sup>40</sup> Ein Gegenargument, das für eine NFA-Berücksichtigung sprechen könnte, wäre die damit einhergehende wirtschaftspolitische Unterstützung notleidender Banken und der erleichterte Kreditzugang für Banken und Unternehmen.<sup>41</sup> Jedoch spricht die Gemeinschaftshaftung für eine geldpolitische Maßnahme.

### 3.2 Implikationen einer Neuordnung der NFA gegenüber dem originären ESZB-Konzept

Für eine Bewertung der geldpolitischen Auswirkungen des ANFA-Abkommens ist laut EZB das Netto-Konzept relevant (ANFA-Netto-Finanzanlagen).<sup>42</sup> Durch das Aufrechnen aller nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Aktiva und Passiva wird die gesamte Liquidität bemessen, die eine Zentralbank über ihre nicht geldpolitischen Operationen bereitstellt. Da die im Rahmen der SMP-Käufe zusätzlich geschaffene Liquidität jeweils sterilisiert wurde (vgl. auch Tab. 1), sei die Liquiditätsposition laut der EZB aber durch das SMP-Programm nicht verändert worden.<sup>43</sup> Daher beschränkt sich die folgende Neuzurechnung zu den NFA allein auf die PSPP-Käufe.<sup>44</sup>

Ein zentrales Kriterium für die Bewertung einer durch die NZBen durchgeführten Maßnahme als geldpolitisch oder nicht geldpolitisch ist die Symmetrie in der Ländergewichtung. Vor diesem Hintergrund erscheint ein Abgleich mit dem jeweiligen Anteil einer NZB am Kapital der EZB dienlich.<sup>45</sup> Dem ANFA-Abkommen selber wohnt bereits eine gewisse Asymmetrie inne. Obwohl die Aufteilung der jährlichen NFA-Obergrenzen auf die einzelnen NZBen gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel erfolgen soll,<sup>46</sup> erlauben unter anderem historisch bedingte Ausnahmeregelungen strukturell bedeutende Abweichungen von diesem Grundsatz. So

<sup>40</sup> Europäische Zentralbank (2014a), S. 1.

<sup>41</sup> Diesem Zweck können ebenfalls die ‚Targeted Long-term Refinancing Operations‘ (TLTROs) dienen – so zeigen bspw. Mayer und Schnabl (2019) auf, wie diese im Verbund mit dem Interbankzahlungssystem TARGET2 eine Erhaltung schwacher Banken in den südlichen Euro-Ländern ermöglichen. Hansen und Meyer (2019) zeigen hinsichtlich TARGET2 zudem auf, dass hierdurch eine stark national-asymmetrische Schöpfung von Zentralbankgeld ermöglicht wird.

<sup>42</sup> Siehe zur Begründung Europäische Zentralbank (2016b).

<sup>43</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2010).

<sup>44</sup> Eine Berücksichtigung im Rahmen des Brutto-Konzeptes wäre durchaus plausibel, da dieses Aufschluss über die tatsächlichen Ankaufaktivitäten der NZBen und das in diesem Zusammenhang originär erzeugte Angebot an Liquidität ermöglicht. Das Brutto-Konzept umfasst die ANFA-Aktiva (Positionen A1 bis 4, 5.6, 6, 7 (bis 2007), 7.2 (ab 2008), 8 und 9) der konsolidierten Bilanz des Eurosystems.

<sup>45</sup> Aus geldpolitischer Sicht wäre sogar eine Gewichtung gemäß BIP-Anteilen des Euroraumes anzustreben.

<sup>46</sup> Siehe Pkt. 3 der Präambel und Art. 5 des ANFA-Abkommens sowie Europäische Zentralbank (2016b). Gemeint ist der relative Kapitalanteil an der EZB, der als Bezugsgröße das Kapital der Mitgliedstaaten des Eurosystems hat.

gestattet Anhang III des ANFA-Abkommens jedem Euro-Mitgliedsstaat einen fixen NFA-Betrag, wobei die Anteile teilweise erheblich vom Kapitalschlüssel abweichen.<sup>47</sup>

Wie stellt sich die tatsächliche Inanspruchnahme durch die NZBen aber in der Praxis dar? Rechnet man im Zuge der hier betrachteten Neuordnung die Ankäufe des PSPP-Programmes zu den NFA hinzu, dann ergeben sich (Stand 31.12.2017) zum Teil erhebliche Asymmetrien zwischen den Ländern (siehe Tab. 2 für ausgewählte NZBen).<sup>48</sup> Eine mögliche Kennziffer stellt der nationale NFA-Anteil an den gesamten NFA des Euroraumes inkl. der PSPP-Bestände dar (vgl. Tab. 2). Italien beansprucht mit 23 % den größten Anteil, während Deutschland mit einem vergleichsweise geringen Anteil von 7 % auffällt. Als weiterer Indikator einer ungleichgewichtigen Inanspruchnahme durch die NZBen bietet sich das prozentuale Verhältnis ihres Anteils an den NFA des Euroraumes zum jeweiligen nationalen Kapitalanteil an der EZB an. Dieses beträgt für Griechenland 150 %<sup>49</sup>, Irland 149 %, Italien 131 %, Spanien 126 % und Portugal 118 %. Während Belgien und Österreich mit jeweils 107 % sowie Frankreich mit 103 % ungefähr entsprechend ihres Kapitalanteils agierten, bestand für Deutschland eine deutlich unterproportionale Inanspruchnahme mit 29 %.<sup>50</sup> Insgesamt sind dies Indikatoren, die die Hypothese eines Auseinanderfallens von Geldannahmegemeinschaft und Emissionsgemeinschaft im Euroraum unterstützen.

Sowohl die originären NFA-Ankäufe als auch die PSPP-Ankäufe stellen eine Form von zusätzlicher nationaler Geldschöpfung im Euroraum dar. Wie wirkt sich vor diesem Hintergrund eine Zurechnung der PSPP-Ankäufe zu den NFA im Aggregat des Euroraumes aus? Aus Abb. 1 wird ersichtlich, dass die nationale Geldschöpfung mit Einführung des PSPP-Programmes im Jahr 2015 kontinuierlich zunahm. Während die originären NFA ab Einführung des PSPP-Programmes im Jahre 2015 stetig abnahmen und in 2017 mit minus 98 Mrd. Euro sogar einen negativen Stand erreichten,<sup>51</sup> wurde diese Entwicklung durch die steigenden Ankäufe im Rahmen des PSPP-Programmes (Stand 2017 Ankäufe in Höhe von 1.889 Mrd. Euro) deutlich überkompensiert. Insofern kam die Einführung der PSPP-Ankäufe einer erheblichen Ausweitung der Schöpfung von nationalem Zusatzgeld gleich. 57 % der Zentralbankgeldmenge (Ende 2017)

<sup>47</sup> Vgl. hierzu Hansen u. Meyer (2017), S. 514 f.

<sup>48</sup> Aus Gründen der besseren Vergleichbarkeit mit den PSPP-Daten basieren die folgenden Ausführungen auf dem bis zum 31.12.2018 geltenden Verteilungsschlüssel des EZB-Kapitals.

<sup>49</sup> Wobei der Ankauf griechischer Staatsanleihen mangels Bonität im Rahmen des PSPP-Programmes ausgeschlossen war.

<sup>50</sup> Die Abweichungen vom EZB-Kapitalschlüssel dürften sich durch die Anpassungen zum 01.01.2019 noch verstärkt haben, vgl. Plickert (2018) i. V. m. Europäische Zentralbank (2018a).

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181203.de.html> (Abrufdatum 04.04.2019).

<sup>51</sup> Die negativen NFA kamen wesentlich durch die negativen NFA der Deutsche Bundesbank (i.H.v. minus 269 Mrd. Euro) zustande.

NZBen	Kapitalschlüssel EZB (%)	relativer <sup>1</sup> Kapitalschlüssel EZB (%)	NFA (originär) (Mrd. Euro)	PSPP-Bestände (Mrd. Euro)	NFA (inkl. PSPP-Bestände) (Mrd. Euro)	Anteil NFA (NZB) an NFA (je inkl. PSPP-Bestände) des Eurosystems (%)	absolute Differenz <sup>2</sup> (Prozentpunkte)	prozentuale Differenz <sup>3</sup>
Banque de France	14,18	20,14	-4,41	376,72	372,30	20,79	0,65	3,21
Banca d'Italia	12,31	17,49	120,50	288,84	409,34	22,86	5,37	30,70
Bank of Greece	2,03	2,89	24,38	53,10	77,48	4,33	1,44	49,79
Banco de España	8,84	12,56	34,81	247,90	282,71	15,79	3,23	25,70
Banco de Portugal	1,74	2,48	11,37	40,92	52,30	2,92	0,44	17,91
Central Bank of Ireland	1,16	1,65	17,09	26,89	43,98	2,46	0,81	48,93
Deutsche Bundesbank	18,00	25,57	-268,75	401,61	132,86	7,42	-18,15	-70,98
National Bank of Belgium	2,48	3,52	9,98	57,29	67,27	3,76	0,24	6,72
Oesterreichische Nationalbank	1,96	2,79	7,73	45,52	53,25	2,97	0,18	6,62

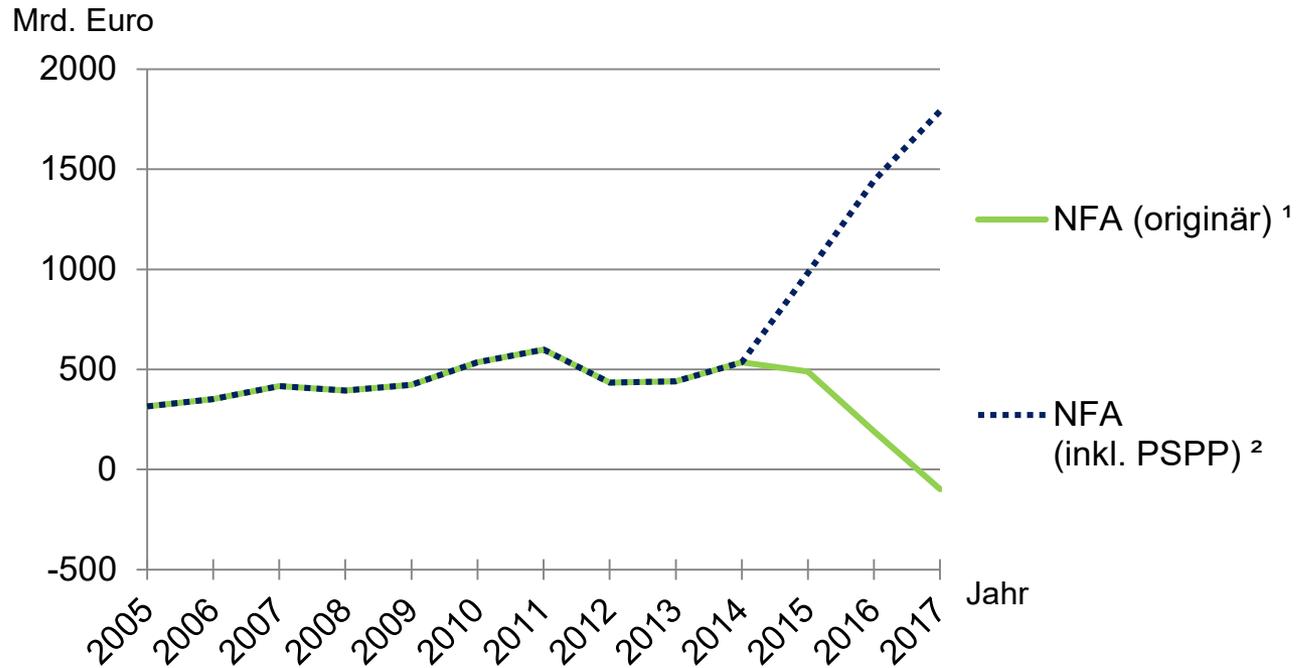
<sup>1</sup> Kapitalschlüssel (bis 31.12.2018) der Unterzeichner des ANFA-Abkommens (Mitglieder des Eurosystems).

<sup>2</sup> Differenz aus Anteil NFA (NZB) an den NFA des Eurosystems (%) und relativem Kapitalschlüssel (%).

<sup>3</sup> Prozentuale Differenz bezogen auf den relativen Kapitalschlüssel der EZB.

Quelle: EZB, Jahresberichte der jeweiligen NZBen sowie der EZB (konsolidiert), eigene Berechnungen.

**Tab. 2:** NFA-Kennziffern ausgewählter NZBen (Stand 31.12.2017)



<sup>1</sup> Entspricht den ANFA-Netto-Finanzanlagen (NFA): Positionen 1 bis 4, 5.6, 6, 7 (bis 2007), 7.2 (ab 2008), 8 und 9 (ANFA-Aktiva) abzüglich der Positionen 2.5 sowie 3 bis 12 (ANFA-Passiva) der konsolidierten Bilanz des Eurosystems.

<sup>2</sup> Entspricht den ANFA-Netto-Finanzanlagen (NFA) zuzüglich PSPP (Public Sector Purchase Programme, ab 2015).

Quelle: Jahresberichte der EZB und der NZBen (jeweils aktuellste Zahlen), eigene Berechnungen.

Abb. 1: Nationales Zusatzgeld der NZBen des Euroraumes

beruhen demnach auf nationaler Geldschöpfung – genehmigt durch einfachen Mehrheitsbeschluss des EZB-Rates.<sup>52</sup>

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit die infolge der Staatsanleihekäufe zusätzlich durch die NZBen geschaffene Liquidität den geldpolitischen Handlungsspielraum der EZB beeinflusst und die Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik erschwert hat. Wesentlicher Indikator für eine wirksame geldpolitische Steuerung ist nach Angaben der EZB die Höhe eines vorgegebenen *Liquiditätsdefizits* – alternativ eines Liquiditätsüberschusses –, um eine wirksame geldpolitische Steuerung vornehmen zu können.<sup>53</sup> Die im Umlauf befindliche Zentralbankgeldmenge wird durch die Staatsanleihekäufe erhöht, so dass sich in gleichem Umfang der zu deckende Liquiditätsbedarf des Bankensektors im Euroraum verringert. Indem damit das Liquiditätsdefizit sinkt, könnte eine effiziente Zinssteuerung behindert werden.

Ein Liquiditätsdefizit ergibt sich aus der Differenz des Banknotenumlaufes sowie den Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) und den regulären geldpolitischen Maßnahmen zuzüglich der originären NFA und PSPP-Käufe (Liquiditätsangebot). Der geldpolitische Steuerungsspielraum resultiert dann aus der Wachstumsrate des Liquiditätsbedarfs abzüglich der Wachstumsrate der NFA (inkl. PSPP) als Teil des Liquiditätsangebotes. 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. Nur dadurch könnte ein angestrebtes Liquiditätsdefizit problemlos gewährleistet werden. Seit Einführung der Euro-Banknoten im Jahr 2002 sind – gemäß den Angaben der EZB – die originären NFA bis 2015 jährlich um durchschnittlich 5 % gestiegen, während der mit den Banknoten und den Mindestreserveanforderungen einhergehende Liquiditätsbedarf um durchschnittlich 7 % pro Jahr wuchs.<sup>54</sup> Laut EZB wäre der geldpolitische Steuerungsspielraum somit im Durchschnitt jährlich gestiegen. Inwieweit die hierdurch im Mittel konstatierte geldpolitische Steuerungsfähigkeit tatsächlich vorlag, ist jedoch bei näherer Analyse infrage zu stellen.<sup>55</sup>

Insbesondere bei Berücksichtigung der PSPP-Käufe in den NFA wird der geldpolitische Steuerungsspielraum ab 2015 erheblich beeinträchtigt (siehe Abb. 2). Die Wachstumsdifferenz

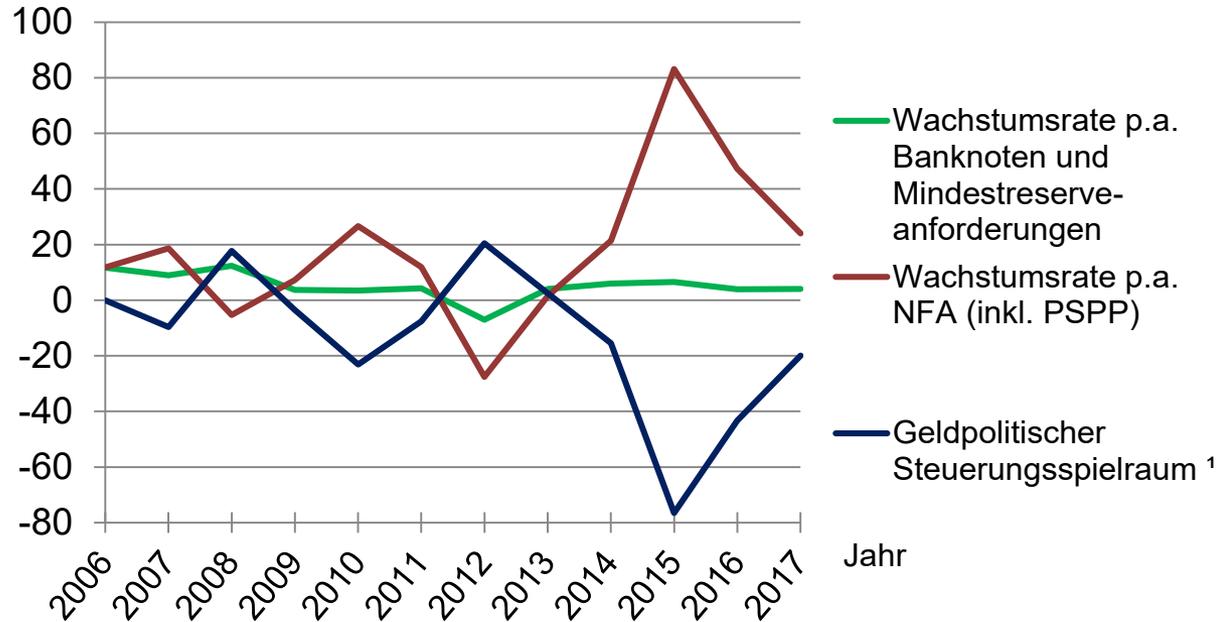
<sup>52</sup> European Central Bank, Statistics Bulletin (Stand 25.04.2019) und eigene Berechnungen. Zum Zusammenhang der Anleihekäufe und den Geldmengenaggregaten siehe auch Europäische Zentralbank (2017), S. 73 ff. u. dies. (2015), S. 57 ff.

<sup>53</sup> Vgl. Europäische Zentralbank (2016b). Über das Liquiditätsdefizit hat die Zentralbank die Kontrolle über den kurzfristigen Zins, da der Geschäftsbankensektor zur Refinanzierung über die Notenbank gezwungen wird. Siehe auch Deutsche Bundesbank (2016), S. 91 ff.; König u. Bernoth (2016a), S. 244 ff. u. dies. (2016b), S. 142 ff.

<sup>54</sup> Siehe Europäische Zentralbank (2016b).

<sup>55</sup> Siehe hierzu ausführlich Hansen u. Meyer (2017), S. 516 ff.

%, %-Punkte



<sup>1</sup> Wachstumsrate der Banknoten und Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) abzüglich der Wachstumsrate der ANFA-Netto-Finanzanlagen (NFA inkl. PSPP) als Indikator für den Spielraum der geldpolitischen Steuerung.

Quelle: Jahresberichte der EZB und der NZBen (jeweils aktuellste Zahlen), eigene Berechnungen.

**Abb. 2:** Spielraum der geldpolitischen Steuerung: Entwicklung von Banknoten und Mindestreserveanforderungen vs. Entwicklung der NFA (inkl. PSPP)

als Indikator fällt von minus 15,4 Prozentpunkten (2014) durch die PSPP-Einführung auf minus 76,6 Prozentpunkte (2015). In den Folgejahren bleibt sie mit minus 43,3 Prozentpunkten und minus 20,0 Prozentpunkten (trotz stark rückläufiger originärer NFA, vgl. Abb. 1) weiterhin deutlich im negativen Bereich. Geht man von der Arbeitsprämisse eines an den Liquiditätsbedarf gekoppelten und in Relation hierzu konstanten Liquiditätsdefizits aus, so entsteht mit Einführung der PSPP-Ankäufe eine signifikante Einschränkung für die geldpolitische Steuerung.<sup>56</sup>

Sodann lag die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der Banknoten und der Mindestreserveanforderungen seit PSPP-Beginn im Jahr 2015 bei 4,8 %, die Wachstumsrate der NFA (inkl. PSPP) hingegen bei 49,5 %.<sup>57</sup> Im Durchschnitt ist der geldpolitische Steuerungsspielraum seit der PSPP-Einführung somit *ceteris paribus* jährlich gesunken. Betrachtet man die durchschnittlichen jährlichen Steigerungsraten von 2006 bis 2017, dann beträgt die Wachstumsrate der Banknoten und der Mindestreserveanforderungen 5 %, während die Steigerungsrate der NFA (inkl. PSPP ab 2015) mit 15,6 % erheblich höher ausfällt. Somit ergibt sich *ceteris paribus* auch über diesen Zeitraum (jährlich im Durchschnitt) eine deutliche Einschränkung des geldpolitischen Steuerungsspielraumes.

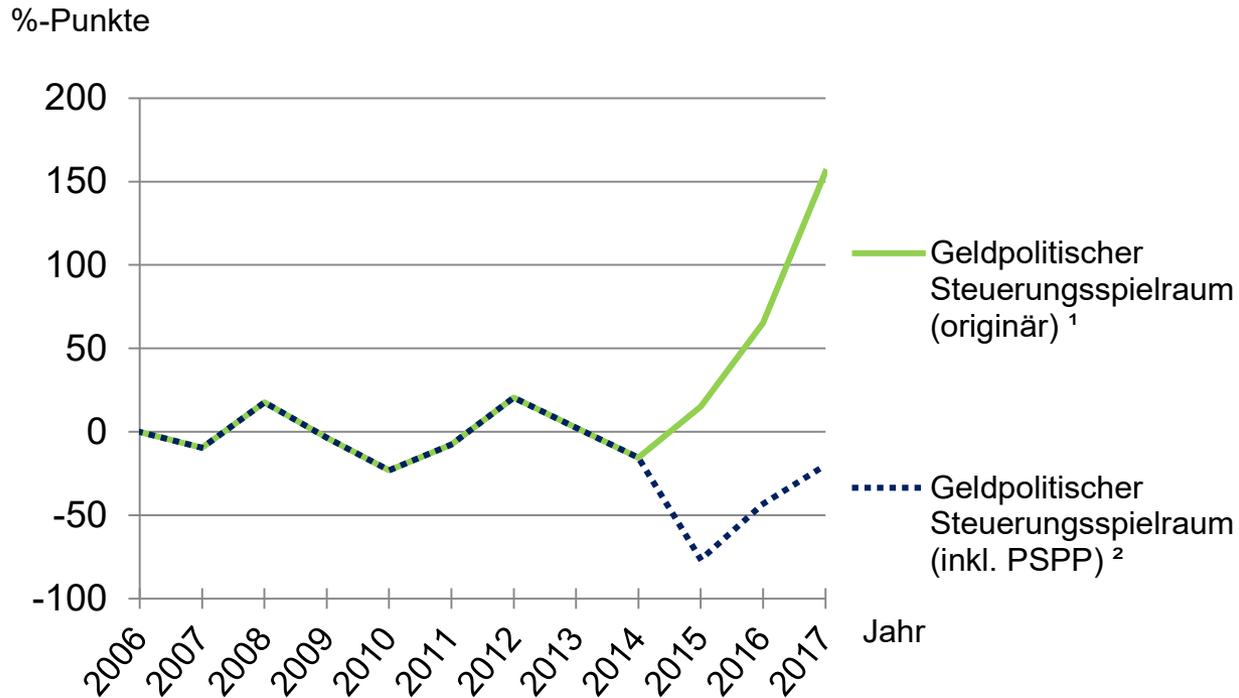
Eine Hinzurechnung der PSPP-Ankäufe zu den NFA impliziert also eine erhebliche Einschränkung des geldpolitischen Handlungsspielraumes. Ohne das PSPP-Programm, also bei Berücksichtigung nur der originären NFA, hätte der Spielraum der geldpolitischen Steuerung ab 2015 sogar stetig zugenommen (vgl. Abb.3).

#### **4 Schlussfolgerungen aus der Neuzurechnung**

Die Gegenüberstellung der NFA-Zuordnung gemäß den EZB-Regularien und einer fiskalisch-wirtschaftspolitisch begründeten NFA-Neuzuordnung der Anleihekaufprogramme des Eurosystems führt erwartungsgemäß zu erheblichen Abweichungen, deren Folgen zu diskutieren sind. Die am relativen Kapitalschlüssel der EZB gemessene Übergewichtung gerade der hochverschuldeten Eurostaaten einerseits und die Untergewichtung der fiskalisch stabileren Mitgliedstaaten andererseits zeigen die Spannungen innerhalb der Währungsunion durch den *Auseinanderfall von Geldannahme- und Emissionsgemeinschaft*. Eine *geldpolitische Steuerung* durch die EZB wird zeitweilig überaus schwierig. Der geldpolitische Steuerungsspielraum,

<sup>56</sup> Inwiefern das von der EZB als Zielvorgabe geplante Liquiditätsdefizit geändert wurde und die getroffene *ceteris paribus*-Annahme dadurch hinfällig wäre, kann aufgrund der Intransparenz nicht nachvollzogen werden. So könnte ein gesunkenes Liquiditätsdefizit/gestiegener Liquiditätsüberschuss als Zielgröße eine höhere Wachstumsrate der NFA (inkl. PSPP) gegenüber der von Banknoten und Mindestreserveanforderungen rechtfertigen, ohne den geldpolitischen Spielraum für die regulären Instrumente einzuschränken.

<sup>57</sup> Der Durchschnitt der Wachstumsraten wurde als geometrisches Mittel errechnet.



<sup>1</sup> Wachstumsrate der Banknoten plus Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) abzüglich der Wachstumsrate der ANFA-Netto-Finanzanlagen als Indikator für den Spielraum der geldpolitischen Steuerung.

<sup>2</sup> Wachstumsrate der Banknoten plus Mindestreserveanforderungen (Liquiditätsbedarf) abzüglich der Wachstumsrate der ANFA-Netto-Finanzanlagen (inkl. PSPP ab 2015) als Indikator für den Spielraum der geldpolitischen Steuerung.

Quelle: Jahresberichte der EZB und der NZBen (jeweils aktuellste Zahlen), eigene Berechnungen.

**Abb. 3:** Spielraum der geldpolitischen Steuerung: Veränderung durch Berücksichtigung des PSPP-Ankaufprogrammes

gemessen als Differenz der jährlichen Wachstumsraten des Liquiditätsbedarfs aus Banknoten und den Mindestreserveanforderungen und der NFA (inkl. PSPP), wird durch das Ankaufprogramm von Staatsanleihen erheblich eingeschränkt. Der von der EZB hervorgehobene, seit Einführung des Euro-Bargeldes 2002 im Durchschnitt jährlich gestiegene geldpolitische Steuerungsspielraum existiert in der Form nicht mehr.<sup>58</sup> Der geldpolitische Kurs der EZB ist in seiner Unabhängigkeit gefährdet. Im Zweifel hätte sich die Geldpolitik den angestrebten fiskalisch-wirtschaftspolitischen Zielen unterzuordnen. Konkret ist die Rückführung der geldpolitisch expansiven Maßnahmen (tapering) überaus schwierig, mit hohen Gefahren verbunden und umstritten.

Durch die umfangreichen und zudem auf Dauer gehaltenen Ankäufe von Staatsanleihen wird das Eurosystem zum *marktmächtigen Akteur*. Ende 2017 hielt das Eurosystem 17,3 % der gesamten Staatsverschuldung der Eurozone, deren Schuldpapiere in der offiziellen NFA-Berechnung nicht genannt werden.<sup>59</sup> Damit beeinflusst die EZB im Verbund mit den NZBen den Kapitalmarktzins und erleichtert die (Re-)Finanzierung von Staaten und Banken durch die Abnahme der Wertschriften. Da die Volumina jederzeit angepasst/erhöht werden können (PSPP) oder gar als unbegrenzt angekündigt werden (OMT), die EZB-interne Sperrfrist für Sekundärkäufe nach der Emission nicht bekannt ist und die Anleihen mit dem Halteziel ‚Endfälligkeit‘ gekauft werden, besteht für die Marktteilnehmer ein überaus geringes Risiko für Primärmarktkäufe.<sup>60</sup>

Für den Fiskus führt der Ankauf von eigenen Staatsanleihen durch die NZB zu einer *Quasi-Nullzins-Finanzierung*, da die Zinserträge dem Staatshaushalt wieder zufließen.<sup>61</sup> Insbesondere für Krisenstaaten führt dies zu Fehlanreizen hinsichtlich einer Haushaltskonsolidierung. Am Beispiel Italiens belief sich das Refinanzierungsvolumen fälliger Anleihen von Juni bis

<sup>58</sup> Siehe Europäische Zentralbank (2016a).

<sup>59</sup> Vgl. Heinemann (2018), S. 3. Rechnet man die angekauften Anleihen supranationaler Emittenten (bspw. des ESM) hinzu, so erhöht sich der Anteil auf 19,4 % der gesamten Euro-Staatsschulden. Auch die im Rahmen der offiziellen NFA-Positionen enthaltenen Staatsanleihen werden i.d.R. nicht genannt.

<sup>60</sup> Eine besondere Brisanz erfährt der Ankauf eigener Staatsanleihen durch das Verbot von Primärmarktankäufen. 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-Version wurde diese konkrete Angabe entfernt. Siehe <https://www.bundesbank.de/resource/blob/759192/f0b0769d486635e277648ff424b962df/mL/wochenschausonderausgabe-data.pdf> (Abrufdatum 04.04.2019). Der EuGH vermerkt hierzu in seinem Urteil zum PSPP-Programm (Rs. C-493/17 v. 11.12.2018), Ziff. 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.“

<sup>61</sup> Die Größenordnung der Zinsersparnis 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. Die gesamten Zinsausgaben werden mit ca. 914 Mrd. Euro angegeben.

Dezember 2018 auf ca. 136,1 Mrd. Euro.<sup>62</sup> Im Rahmen der PSPP-Anleihekäufe dürften entsprechend dem italienischen EZB-Kapitalanteil 18,4 Mrd. Euro durch Neukäufe und etwa 12,7 Mrd. Euro durch eine Wiederanlage fälliger Anleihen von der Banca d'Italia und der EZB angekauft worden sein. Für 31,1 Mrd. Euro (22,9 %) hatte Italien demnach einen sicheren Absatz seiner Anleihen.<sup>63</sup> Die Wertung als *monetäre Staatsfinanzierung* liegt nicht fern.

Die Währungsunion ist eine Geldannahmegemeinschaft. Durch die nationale Geldschöpfung wird nationales Zusatzgeld erzeugt. Im Ausmaß der – gemessen am EZB-Kapitalanteil – ungleichgewichtigen NFA-Bestände zerbricht die *Kongruenz von Geldannahme- und Emissionsgemeinschaft* als notwendige Bedingung einer stabilen Währungsunion.<sup>64</sup> Die im EZB-Rat vorgebrachten unterschiedlichen Meinungen hinsichtlich der Anleihekäufe überhaupt und der beschlossenen Wiederaufnahme des PSPP-Programmes im Speziellen zeigen einen mangelnden Common Sense und sind Ausdruck einer fiskalisch-ökonomischen Heterogenität der Mitgliedstaaten, die nationalen Interessen Vorrang gebieten: die Substitution einer marktlich-fiskalischen Staatsfinanzierung über Steuern und Marktkredite durch eine fiskalisch-unterstützte bzw. monetäre Finanzierung des Staatshaushalts und die Rettung überschuldeter Banken.

## Literatur

### Artikel und Monographien

- Afflatet, Nicolas (2019), Staatsfinanzierung durch Geldpolitik, in: Wirtschaftsdienst, 99. Jg. (2019), H. 8, S. 562-566.
- Banca d'Italia (2018), Annual Accounts 2017, Rome 2018.
- Banco de Portugal (2018), Annual Report 2017, Lisbon 2018.
- Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands (Hrsg.) (2018), Drei Jahre EZB-Wertpapierankäufe – Folgen für die Anleihemärkte, Berlin 2018.
- Central Bank of Ireland (2018), Annual Report 2017, Dublin 2018.
- Deutsche Bundesbank (2018a), Geschäftsbericht 2017, Frankfurt/Main 2018.
- Deutsche Bundesbank (2018b), Die Geldpolitik des Eurosystems, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule\\_und\\_bildung\\_kapitel\\_6.html?notFirst=true&docId=145100](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Dossier/Service/schule_und_bildung_kapitel_6.html?notFirst=true&docId=145100) (Abrufdatum 31.07.2018).
- Deutsche Bundesbank (2016), Zur Bedeutung und Wirkung des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) für die Implementierung der Geldpolitik, in: Monatsbericht März 2016, vol. 68. (2016), no. 3, pp. 87-97.
- Eisert, 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 (2018a), EZB legt neuen Kapitalschlüssel fest, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181203.de.html> (Abrufdatum 10.04.2019).
- Europäische Zentralbank (2018b), Wie funktioniert das Programm der EZB zum Ankauf von Vermögenswerten? <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/app.de.html> (Abrufdatum 15.08.2018).
- Europäische Zentralbank (2017), Geldbasis, weit gefasste Geldmenge M3 und APP, in: Wirtschaftsbericht Nr. 6/2017, S. 73-76.

<sup>62</sup> Vgl. hierzu Lenz (2018), S. 3.

<sup>63</sup> Zur Bedeutung der Anleihekäufe für die Defizitfinanzierung siehe auch Afflatet (2019), S. 563 f. Hiernach macht das kumulierte Gesamtdefizit der Eurozone zwischen März 2015 und Ende 2018 nur gut ein Viertel der PSPP-Anleihekäufe aus. Die Finanzierung war demnach ohne die Beanspruchung des Kapitalmarktes möglich.

<sup>64</sup> Siehe auch Theurl (2012), S. 69, die auf ähnliche Strukturelemente historischen Währungsunionen verweist und diese als eine wesentliche Ursache ihres Zusammenbruches wertet.

- Europäische Zentralbank (2016a), EZB erläutert Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen (ANFA), <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160205.de.html> (Abrufdatum 08.08.2018).
- Europäische Zentralbank (2016b), Was ist ANFA?, [http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa\\_qa.de.html](http://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.de.html), (Abrufdatum 08.08.2018).
- Europäische Zentralbank (2015a), Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, in: Wirtschaftsbericht Nr. 7/2015, S. 38-61.
- Europäische Zentralbank (2014a), EZB gibt operative Modalitäten der Programme zum Ankauf von Asset-Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen bekannt, Pressemitteilung vom 2. Okt. 2014, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilung/2014/2014\\_10\\_02\\_asset\\_backed\\_securities.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilung/2014/2014_10_02_asset_backed_securities.pdf?blob=publicationFile) (Abrufdatum 21.08.2018).
- Europäische Zentralbank (2012), Technische Merkmale der geldpolitischen Outright-Geschäfte, Pressemitteilung vom 6. Sept. 2012, [https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB\\_Pressemitteilung/2012/2012\\_09\\_06\\_merkmale\\_outright\\_geschaefte.pdf?blob=publicationFile](https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/EZB_Pressemitteilung/2012/2012_09_06_merkmale_outright_geschaefte.pdf?blob=publicationFile) (Abrufdatum 21.08.2018) englisch [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html).
- Europäische Zentralbank (2010), EZB beschließt Maßnahmen, um den starken Spannungen auf den Finanzmärkten entgegenzuwirken, Pressemitteilung vom 10. Mai 2010, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/602276/65e00d5371a6a93093c1ee9b98a59eaf/mL/2010-05-10-massnahmen-download.pdf> (Abrufdatum 24.08.2018).
- European Central Bank (2019), Asset purchase programmes, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html> (Abrufdatum 11.04.2019).
- Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2019), ANFA und das Zahlungsverkehrssystem TARGET2: Zwei Konzepte zur national-autonomen Geldschöpfung im Eurosystem, in: ifo Schnelldienst, 72 Jg. (2019), H. 13, S. 12-22.
- Hansen, Arne u. Meyer, Dirk (2017), 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-32-10-12/>.
- Heinemann, Friedrich (2018), Zur Aufteilung der PSPP-Anleihekäufe auf die Euro-Mitgliedstaaten, [http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/PSPP\\_Analyse\\_Heinemann\\_2018.pdf](http://ftp.zew.de/pub/zew-docs/gutachten/PSPP_Analyse_Heinemann_2018.pdf) (Abrufdatum 31.07.2018).
- Hoffmann, Daniel (2016), ANFA-Abkommen über Netto-Finanzanlagen, elektronisch unter „Geheimhaltung nach 13 Jahren beendet“, in: Betriebswirtschaftliche Blätter v. 8. Juli 2016, <https://www.sparkassenzeitung.de/geheimhaltung-nach-13-jahren-beendet/150/26/75610/1/?to-ken=DFC9E339ABFE0E85499F6E048B006AB3#top> (Abrufdatum 20.07.2016).
- Hoffmann, Daniel (2015), Die EZB in der Krise, Dissertation, Berlin 2015.
- König, Philipp u. Bernoth, Kerstin (2016a), Verdeckte Staatsfinanzierung oder erlaubte Portfoliosteuerung? Das ANFA-Abkommen des Eurosystems, in: DIW Wochenbericht, 83. Jg. (2016), Nr. 12+13, S. 243-252.
- König, Philipp u. Bernoth, Kerstin (2016b), The Eurosystem's Agreement on Net Financial Assets (ANFA): Covert Monetary Financing or Legitimate Portfolio Management?, in: DIW Economic Bulletin, No. 12+13, S. 141-150.
- Lenz, Daniel (2018), EWU-Politik: Das Risiko einer Italien-Pleite – ein Szenario, Research-Publikation der DZ BANK AG, [https://bielmeiersblog.dzbank.de/wp-content/uploads/2018/06/EWU-Politik\\_Das\\_Risiko\\_einer\\_Italien-Pleite\\_-\\_ein\\_Szenario\\_05062018.pdf](https://bielmeiersblog.dzbank.de/wp-content/uploads/2018/06/EWU-Politik_Das_Risiko_einer_Italien-Pleite_-_ein_Szenario_05062018.pdf) (Abrufdatum 23.08.2018).
- Mayer, Thomas u. Schnabl, Gunther (2019), Die verfehlte Bankenpolitik der EZB, in: Börsen-Zeitung, 06.06.2019, S. 2.
- National Bank of Belgium (2018), Report 2017, Brussels 2018.
- Plickert, Philip (2018), Neuer EZB-Schlüssel, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 04.12.2018, S. 19.
- Ruhkamp, Stefan (2013), Athen winkt Milliarden aus Notenbankgewinn, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Frankfurt, 22.02.2013, S. 11.
- Steinkamp, Sven (2019), Wie dezentral sind Geldpolitik und Bankenaufsicht in Europa?, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Jg. 20 (2019), Heft 1, S. 70-94.
- Streinz, Rudolf (2012), Europarecht, Heidelberg-München 2012, 9. Aufl.
- Theurl, Theresia (2012), Die Zukunft des Euro, in: Meyer, Dirk (Hrsg.) (2012b), Die Zukunft der Währungsunion - Chancen und Risiken des Euros, Reihe Wirtschaft aktuell, Bd. 2, LIT Verlag, Münster 2012, S. 61-81.
- Vaubel, Roland (2018), Zur Umsetzung des Subsidiaritätsprinzips in der Europäischen Union, in: Wohlstand für alle – 70 Jahre Währungsreform, Sonderveröffentlichung der Ludwig-Erhard-Stiftung, München 2018, S. 28-29, <http://finanzenverlag.lkcloud.com/ep1AVBrO/#4>.
- Wissenschaftlicher Dienst des Deutschen Bundestages (2018), Programm der Europäischen Zentralbank zum Ankauf von Vermögenswerten, Az. WD 4-3000 -030/18 v. 14. Febr. 2018, <https://www.bundestag.de/blob/550090/d225abf8172e641e69f972296303dc0/wd-4-030-18-pdf-data.pdf> (Abrufdatum 21.08.2018).

## Rechtsquellen

- Agreement of 19. November 2014 on net financial assets (ANFA-Abkommen), [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_anfa\\_agreement\\_19nov2014\\_f\\_sign.pdf?208a41defab3909e542d83d497da43d2](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf?208a41defab3909e542d83d497da43d2) (Abrufdatum 08.08.2018).
- Bundesverfassungsgericht, Beschluss zur Aussetzung des Verfahren zum Anleihekaufprogramm der EZB – Vorlagebeschluss zum EuGH v. 18. Juli 2017 betr. 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15, [https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2017/07/rs20170718\\_2bvr085915.html](https://www.bundesverfassungsgericht.de/SharedDocs/Entscheidungen/DE/2017/07/rs20170718_2bvr085915.html) (Abrufdatum 03.08.2018).
- Bundesverfassungsgericht, Urteil zum OMT-Programm v. 21. Juni 2016 betr. 2 BvR 2728/13, 2 BvR 2729/13, 2 BvR 2730/13, 2 BvR 2731/13, 2 BvE 13/13.
- 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“.
- Europäische Zentralbank (2016c), Beschluss (EU) 2016/948 der Europäischen Zentralbank vom 15. Juni 2016 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors an den Sekundärmärkten (CSPP) (EZB/2016/16) [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0016\\_de\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0016_de_txt.pdf) (Abrufdatum 15.08.2018) englisch [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex\\_32016d0016\\_en\\_txt.pdf?0240957ff3a5d0b909a9482628799777](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex_32016d0016_en_txt.pdf?0240957ff3a5d0b909a9482628799777).
- Europäische Zentralbank (2015b), 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](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](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_121_r_0007_en_txt.pdf) (Abrufdatum 15.08.2018).
- Europäische Zentralbank (2014b), Beschluss (EU) 2015/5 der Europäischen Zentralbank vom 19. November 2014 über die Umsetzung des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities (ABSPP) (EZB/2014/45 [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014D0045\(01\)&from=DE](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014D0045(01)&from=DE) (Abrufdatum 15.08.2018) englisch [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_ecb\\_2014\\_45\\_f\\_sign.pdf?e692214479b20df3c42b0d5d3c11783f](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_ecb_2014_45_f_sign.pdf?e692214479b20df3c42b0d5d3c11783f).
- Europäische Zentralbank (2014c), Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 15. Oktober 2014 über die Umsetzung des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP3) (EZB/2014/40) [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj-jol\\_2014\\_335\\_r\\_0010-de-txt.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj-jol_2014_335_r_0010-de-txt.pdf) (Abrufdatum 15.08.2018) englisch [https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj-jol\\_2014\\_335\\_r\\_0010-en-txt.pdf?628b5a15ca115d52642685f6d24ccf2d](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj-jol_2014_335_r_0010-en-txt.pdf?628b5a15ca115d52642685f6d24ccf2d).
- European Central Bank (2010), Decision of the European Central Bank of 14 May 2010 establishing a securities markets programme (ECB/2010/5), [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_dec\\_2010\\_5\\_f\\_sign.pdf?49614ce9ad80a6cfe7d48ff040915030](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_dec_2010_5_f_sign.pdf?49614ce9ad80a6cfe7d48ff040915030) (Abrufdatum 08.08.2018).
- European Central Bank (2009), Decision of the European Central Bank of 2 July 2009 on the implementation of the covered bond purchase programme (ECB/2009/16), [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_decision\\_ecb\\_2009\\_16.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_decision_ecb_2009_16.pdf) (Abrufdatum 16.08.2018).
- Grundgesetz für die Bundesrepublik Deutschland vom 23.05.1949 (BGBl. S. 1) zuletzt geändert durch Gesetz vom 13.07.2017 (BGBl. I S. 2347) m. W. v. 20.07.2017 (Grundgesetz, GG).
- Guideline of the European Central Bank of 20. February 2014 on Domestic Asset and Liability Management Operations by the National Central Banks (ECB/2014/9).
- Protokoll (Nr. 4) über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (EZB-Satzung).
- Konsolidierte Fassungen des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union aufgrund des am 1.12.2009 in Kraft getretenen Vertrages von Lissabon (Konsolidierte Fassung bekanntgemacht im ABl. EG Nr. C 115 vom 9.5.2008, S. 13), zuletzt geändert durch die Akte über die Bedingungen des Beitritts der Republik Kroatien und die Anpassungen des Vertrags über die Europäische Union, des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Atomgemeinschaft (ABl. EU L 112/21 vom 24.4.2012) m. W. v. 1.7.2013.