

Feld, Lars P.

**Working Paper**

Verfahren zum Anleihekaufprogramm der EZB (2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16): Stellungnahme zum Fragenkatalog für sachverständige Dritte

Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik, No. 20/2

**Provided in Cooperation with:**

Institute for Economic Research, University of Freiburg

*Suggested Citation:* Feld, Lars P. (2020) : Verfahren zum Anleihekaufprogramm der EZB (2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16): Stellungnahme zum Fragenkatalog für sachverständige Dritte, Freiburger Diskussionspapiere zur Ordnungsökonomik, No. 20/2, Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, Institut für Allgemeine Wirtschaftsforschung, Abteilung für Wirtschaftspolitik und Ordnungsökonomik, Freiburg i. Br.

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/215809>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



**Verfahren zum Anleihekaufprogramm der EZB  
(2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15,  
2 BvR 980/16)  
Stellungnahme zum Fragenkatalog für sach-  
verständige Dritte**

Lars P. Feld

20/2

Freiburger **Diskussionspapiere**  
zur Ordnungsökonomik

Freiburg **Discussionpapers**  
on Constitutional Economics

Institut für allgemeine Wirtschaftsforschung  
**Abteilung Wirtschaftspolitik und  
Ordnungsökonomik**

Albert-Ludwigs-Universität Freiburg

---

Verfahren zum Anleihekaufprogramm der EZB  
(2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16)

Stellungnahme zum Fragenkatalog für sachverständige Dritte

Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld<sup>\*)</sup>

Walter Eucken Institut,  
Albert-Ludwigs-Universität Freiburg  
und  
Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen  
Entwicklung

---

<sup>\*)</sup> Kontaktinformationen: Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld, Walter Eucken Institut, Goethestraße 10, 79100 Freiburg im Breisgau, +49 761 79097-0, [feld@eucken.de](mailto:feld@eucken.de). – Diese Stellungnahme ist unter Mitarbeit von Kai Brückerhoff, M.P.P., Dr. Jens Herold und Dipl.-Volksw. Mustafa Yeter entstanden. Ihnen gilt mein besonderer Dank für ihren außergewöhnlichen Einsatz und ihre hervorragende Expertise. Sebastian Breuer, M.Sc. und Dr. Florian Kirsch danke ich für Kommentare zu früheren Fassungen dieser Stellungnahme. Alle Fehler und Mängel gehen zu Lasten des Autors.

# I. ALLGEMEINE INFORMATIONEN ZUM PSPP

## Entscheidung über ein Ankaufprogramm von Staatsanleihen

1. Am 22. Januar 2015 entschied der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB), das bisherige Ankaufprogramm von Wertpapieren (APP = Asset Purchase Programme) um **Wertpapiere des öffentlichen Sektors** (PSPP = Public Sector Purchase Programme) **zu erweitern** (EZB, 2015a). Im Rahmen des PSPP kaufen die nationalen Zentralbanken (NZB) anteilig gemäß ihrem Kapitalschlüssel, sowie die EZB selbst, seit März 2015 notenbankfähige Schuldverschreibungen von zulässigen Gegenparteien am Sekundärmarkt. Diese Entscheidung traf die EZB vor dem Hintergrund einer Reihe von Faktoren, die auf einen Anstieg der Abwärtsrisiken für die Preisentwicklung (Deflationsgefahr) in der mittleren Frist hindeuteten. Die Zunahme dieser Risiken gefährdete das durch das Mandat der EZB vorgegebene Ziel, Preisstabilität zu gewährleisten. Gründe dafür waren laut EZB unter anderem (EZB, 2015b):
  - Die **unzureichende Wirkung des geldpolitischen Stimulus**: Der Effekt der von der EZB bereits getroffenen Maßnahmen (Anleihekäufe im Unternehmenssektor sowie Zinssätze an der Nullzinsgrenze) fiel niedriger aus als zuvor erwartet.
  - Eine **Abwärtsbewegung der meisten Indikatoren für die Preisentwicklung**: Dies betraf die tatsächlichen wie die erwarteten Maße der Inflationentwicklung im Euro-Raum sowie solche mit und ohne volatile Komponenten wie Lebensmittel und Energie (Kerninflation), die auf historische Tiefstände gefallen waren.
  - Der signifikante **Rückgang des Ölpreises** zwischen Dezember 2014 und September 2015: Aus Sicht der EZB drohte dadurch das Risiko von Zweitrundeeffekten bei der Lohn- und Preisbildung.
2. Erklärtes **Ziel des PSPP** ist es, **Abwärtsrisiken für die zukünftige Preisentwicklung einzudämmen**. Die Verbesserung der monetären und finanziellen Bedingungen für Unternehmen und Haushalte soll dazu beitragen, die Konsumnachfrage sowie die Investitionstätigkeit anzuregen, beispielsweise durch eine steigende Kreditnachfrage. Eine Stabilisierung der aggregierten Nachfrage im Euro-Raum soll letztlich zu einer Rückkehr der Inflationsrate in Richtung des Ziels von nahe, aber unter 2 % in der mittleren Frist beitragen.
3. Die **Entscheidung über das PSPP** wurde **nicht einstimmig** getroffen. Aus Sicht einiger EZB-Ratsmitglieder gab es keinen Grund, das bestehende Wertpapierkaufprogramm auf Staatsanleihen auszuweiten. Ihrer Ansicht nach wirkten der Rückgang des Ölpreises und die im Sommer und Herbst 2014 getroffenen geldpolitischen Maßnahmen bereits stimulierend auf die Wirtschaftsaktivität. Das allgemeine Deflationsrisiko wurde daher als gering eingeschätzt. Zusätzlich

seien Staatsanleihekäufe im institutionellen Rahmen der Europäischen Währungsunion (EWU) mit großen Risiken behaftet und sollten daher allenfalls in einem gefährlichen Deflationsszenario eingesetzt werden, das bislang nicht vorliege (EZB, 2015c).

4. Der Sachverständigenrat schloss sich dieser kritischen Bewertung der Entscheidung über das PSPP in seinem Jahresgutachten 2015 mehrheitlich an und warnte, dass die extrem niedrigen Zinsen zum Aufbau erheblicher Risiken für die Finanzstabilität führen könnten (JG 2015 Ziffern 310 ff). Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (**HVPI**) sank die Inflation zum Ende des Jahres 2014 auf knapp unter 0 %. Allerdings war der Einbruch der Inflationsrate zu diesem Zeitpunkt und im Jahr 2015 wesentlich von den Energiepreisen getrieben. Die **Kerninflation** blieb in diesem Zeitraum hingegen weitgehend stabil.

### Wirkungskanäle des PSPP

5. Das PSPP zielt auf eine **Wirkung** durch verschiedene **direkte** und **indirekte Kanäle**:
  - Die Käufe der Wertpapiere des öffentlichen Sektors führen zu einem Anstieg der Nachfrage und damit der Marktpreise, zu denen diese gehandelt werden. Dies geht mit einem Rückgang der Renditen der gekauften Papiere einher (**Zinskanal**).
  - Verkäufer der Anleihen, die das erhaltene Geld nicht als perfektes Substitut erachten, tendieren dazu, ihre Portfolios umzuschichten, indem sie andere Vermögenswerte erwerben. So kommt es über den **Portfolioumschichtungskanal** zu höheren Preisen für Vermögenswerte, die als Substitute dienen. Risikoprämien gehen zurück und führen zu niedrigeren mittel- und längerfristigen Zinsen. Die vorhersehbare Nachfrage durch die Notenbank reduziert das Liquiditätsrisiko. Wertpapierbesitzer können nun eher davon ausgehen, dass sie bei zukünftigem Liquiditätsbedarf einen Abnehmer finden (JG 2015 Ziffer 289).
  - Durch den **Signalisierungskanal** beeinflusst die Notenbank Markterwartungen, indem sie den zukünftigen geldpolitischen Pfad vorzeichnet. Dieser folgt unmittelbar aus dem impliziten Zinspfad, der gemäß einer Reaktionsfunktion berechnet werden kann, den Inflations- und Wachstumsprognosen sowie der expliziten Forward-Guidance-Kommunikation. Ankündigungen geldpolitischer Lockerungen, wie beispielsweise die PSPP-Käufe, entfalten so eine expansive Wirkung entlang der gesamten Zinsstrukturkurve.

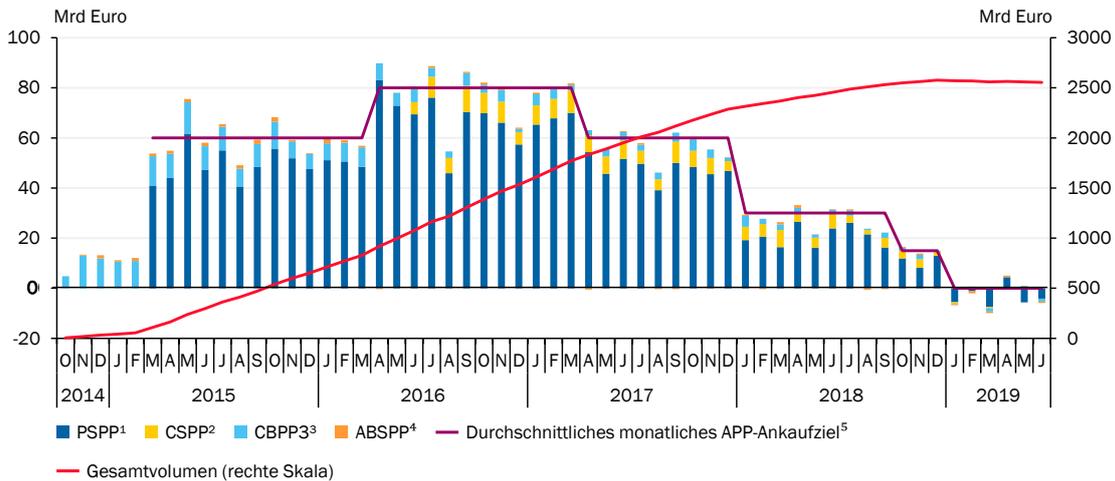
### Umfang des Programms und aktueller Stand

6. Seit März 2015 hat die EZB im Rahmen des APP Anleihen im **Umfang** von gut **2500 Mrd Euro** gekauft. ↘ **ABBILDUNG 1** Von März 2015 bis Dezember 2017 tätigte das Eurosystem APP-Käufe von zunächst 60 Milliarden Euro pro Monat. Vorübergehend wurde das monatliche Ankaufvolumen von April 2016 bis März 2017 auf 80 Milliarden Euro erhöht. Im Zeitraum von Januar bis September 2018 betrug das monatliche Ankaufvolumen dann nur noch 30 Milliarden Euro und

wurde im Oktober 2018 weiter auf 15 Milliarden Euro gesenkt. Ende 2018 liefen die APP-Nettokäufe aus. Zu diesem Zeitpunkt machten die Ankaufprogramme des Eurosystems rund 55 % der konsolidierten Bilanz des Eurosystems von 4700 Mrd Euro aus. Dies entspricht rund 41 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euro-Raum im Jahr 2018. Der **Anteil des PSPP am APP** beläuft sich auf **rund 82 %**.

#### ▾ **ABBILDUNG 1**

#### **Höhe und Zusammensetzung der Nettoankäufe im Rahmen des APP**



1 – Public Sector Purchase Programme. 2 – Corporate Sector Purchase Programme. 3 – Covered Bond Purchase Programme. 4 – Asset-Backed Securities Purchase Programme. 5 – Die durchschnittlichen monatlichen Ankaufziele wurden vom EZB-Rat erstmals zu Beginn des PSPP im März 2015 festgesetzt.

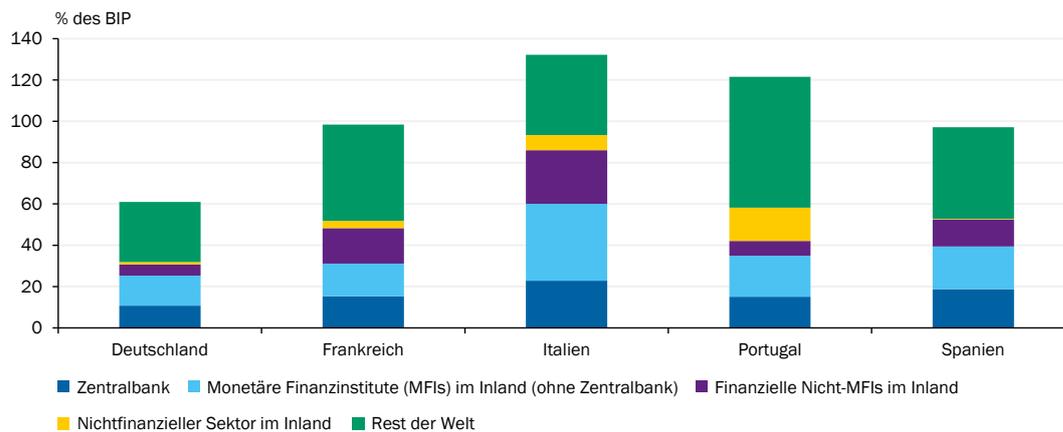
Quellen: EZB, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 19-097

7. Die **nationalen Notenbanken** im Euro-Raum sind inzwischen **bedeutende Gläubiger des jeweils eigenen Staates** geworden. Die von ihnen gehaltenen Schulden des jeweiligen Gesamtstaates einschließlich aller Gebietskörperschaften und der Sozialversicherungen im Verhältnis zum BIP kann anhand offizieller Zahlen der EZB und von Eurostat berechnet werden (Europäische Zentralbank, 2019). Ende des Jahres 2018 entsprach dies 10,8 % des BIP in Deutschland, 15,1 % in Portugal, 15,3 % in Frankreich, 18,8 % in Spanien und 22,9 % in Italien. [▾ ABBILDUNG 2](#) Alternativ kann ihr Anteil an der konsolidierten Verschuldung im Verhältnis zum Schuldenstand des jeweiligen Mitgliedstaates (in Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen) im Jahr 2018 ausgedrückt werden. In diesem Fall entsprach der Anteil der Notenbanken 12,4 % in Portugal, 15,5 % in Frankreich, 17,3 % in Italien, 17,7 % in Deutschland sowie 19,3 % in Spanien.

↳ **ABBILDUNG 2**

**Staatsverschuldung ausgewählter Mitgliedstaaten nach Gläubigern im Jahr 2018<sup>1</sup>**



1 – Staatsverschuldung gemäß der Maastricht-Definition im Verhältnis zum BIP. Es liegt die konsolidierte Verschuldung des Gesamtstaates, einschließlich der Gebietskörperschaften sowie Sozialversicherungen, zugrunde.

Quellen: Eurostat, EZB, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 19-236

## Reinvestitionen

8. Bereits im Dezember 2015 entschied die EZB, Tilgungserlöse von Anleihen im Rahmen des APP zu reinvestieren und zwar „für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich.“ Diese Formulierung ist seitdem fester Teil der Forward-Guidance-Kommunikation der EZB. Im Dezember 2018 präzisierte die EZB diese Formulierung hinsichtlich der Ausgestaltung des Reinvestitionsprogramms. So sollen Tilgungserlöse sogar **über den Zeitpunkt erster Leitzinserhöhungen hinaus reinvestiert** werden. Das wiederholte Hinausschieben einer ersten Leitzinserhöhung im März und Juni 2019 hat somit direkte Auswirkungen auf die Dauer des Reinvestitionsprogramms. Zudem ist die Formulierung „über den Zeitpunkt erster Leitzinserhöhungen hinaus“ sehr vage gewählt. Aus ihr ist kein direkter Rückschluss auf einen Zeitpunkt möglich, zu dem die Reinvestitionen eingestellt werden.

Im Jahr 2019 dürften Tilgungserlöse von Anleihen im Umfang von rund 203 Mrd Euro reinvestiert werden. Der EZB-Rat strebt dabei an, die Volumina des jeweiligen Programms im APP konstant zu halten. Beschränkte, temporäre Abweichungen des Gesamtvolumens oder der Komposition des APP können sich dabei aus operativen Notwendigkeiten ergeben. ↳ **ABBILDUNG 1** Über ihre Reinvestitionspolitik dürfte die EZB weiterhin eine sehr große Rolle als Käufer an den Staatsanleihemärkten spielen. Dies dürfte die mittel- und langfristigen Zinsen auf einem niedrigen Niveau halten.

## II. PRÜFKRITERIEN

9. Bei der Beurteilung des PSPP geht es im Wesentlichen um die Frage, ob die EZB dabei im Rahmen ihres Mandats gehandelt hat, oder ob sie dieses Mandat überschritten hat, also in die Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten hinüberreicht. Dabei muss sich die EZB gemäß Art. 123 Abs. 1 AEUV vor allem an das **Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung** halten. Verstöße dagegen festzustellen, erweist sich im Detail als wesentlich schwieriger, als es auf den ersten Blick erscheinen mag. Der Ankauf von Staatsanleihen, etwa im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT) oder des PSPP, ist für sich genommen jedenfalls nicht hinreichend für die Feststellung eines Verstoßes gegen das Mandat. Der Ankauf von Staatsanleihen gehört zum traditionellen Instrumentarium von Notenbanken im Rahmen ihrer Offenmarktgeschäfte. Die Prüfung des PSPP im Hinblick auf einen Verstoß gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV muss daher deutlich tiefer gehen.
10. Solche Schwierigkeiten lässt schon die Diskussion um das OMT erkennen. Während der Europäische Gerichtshof (EuGH, 2015a) prinzipiell feststellt, dass die EZB im Hinblick auf die Einhaltung der primärrechtlich fixierten Grenzen ihres Mandats der gerichtlichen Kontrolle unterliegt (EuGH, 2015, Rn. 41), erstreckt er dieses Mandat sogleich auf die Entstörung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik und damit auf die Schaffung von Bedingungen zur Wirksamkeit währungspolitischer Maßnahmen (Feld et al., 2016). Nur das Verhältnismäßigkeitsprinzip, nämlich die Einschätzung, ob die zur Erreichung der Ziele eingesetzten Mittel geeignet und erforderlich sind, begrenzt dann noch das Handeln der EZB, ohne jedoch die mangelnde Zuständigkeitsbegrenzung auszugleichen. Die EZB hat nach der Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs (EuGH) daher einen weitreichenden Handlungsspielraum, sofern sie glaubwürdig auf die Gewährleistung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik abzielt. Im Hinblick darauf getroffene Maßnahmen seien dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität zuzurechnen (EuGH, 2015, Rn. 50). Damit verbundene Auswirkungen auf die Wirtschaftspolitik könnten mit dem nachrangigen Ziel der allgemeinen Unterstützung der Wirtschaftspolitik nach Art. 127 Abs. 1 AEUV vereinbar sein.
11. Eine Umgehung von Art. 123 Abs. 1 AEUV würde hingegen auf der Hand liegen, wenn die EZB am Sekundärmarkt Staatsanleihen erwerben würde und dabei die Erwartung der Marktteilnehmer bestünde, dass es später zu einem Schuldenschnitt kommt, an dem die EZB beteiligt wäre (Feld et al., 2016). Eine **Risikoübernahme durch die EZB** steht hier also im Mittelpunkt der Kritik. Diesem Problem würde mit einem privilegierten Gläubigerstatus der EZB abgeholfen, durch den die Verlustübernahme im Rahmen eines Schuldenschnitts ausgeschlossen würde. Die EZB könnte die Verlustübernahme außerdem verhindern, wenn sie durch umfangreiche Anleihekäufe eine Sperrminorität erreichen würde und damit die Umschuldung eines Mitgliedstaates blockieren könnte. Dies weist erneut auf die Frage der Verhältnismäßigkeit hin.
12. Die Risikoproblematik greift der EuGH (2015) gar nicht erst auf. Gleichwohl beschränkt er Anleihekäufe der EZB am Sekundärmarkt, um sicherzustellen, dass damit die **Haushaltsdisziplin der Mitgliedstaaten nicht unterlaufen**

wird. So dürfen Marktteilnehmer, die Staatsanleihen am Primärmarkt kaufen, keine Gewissheit haben, dass das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) diese Anleihen unter Bedingungen aufkauft, durch die diese **Marktteilnehmer faktisch als Mittelpersonen des ESZB** für den unmittelbaren Erwerb der Anleihen agieren (EuGH, 2015, Rn. 104). Dies könnte Rückwirkungen auf die Haushaltsdisziplin haben, weil die Mitgliedstaaten ihre Finanzpolitik an die Erwartung des Staatsanleihekaufs durch das ESZB anpassen könnten. Zudem sollte eine **Mindestfrist zwischen Ausgabe einer Anleihe auf dem Primärmarkt und dem Ankauf am Sekundärmarkt** eingehalten werden und das Volumen darf nicht angekündigt sein (EuGH, 2015, Rn. 106). Das ESZB darf Staatsanleihen **nur ausnahmsweise bis zur Endfälligkeit** halten (EuGH, 2015, Rn. 117f.) und muss diese wieder dem Markt zuführen, wenn eine Fortsetzung der Intervention zur Verwirklichung der geldpolitischen Ziele nicht mehr erforderlich ist (EuGH, 2015, Rn. 112ff., 117ff.).

13. In seinem Vorlagebeschluss vom 18. Juli 2017 greift das Bundesverfassungsgericht diese Kriterien auf (BVerfG, 2017), führt sie einer umfassenden Prüfung zu und legt zudem seine eigenen Kriterien zur Prüfung einer Mandatsüberschreitung durch die EZB an. Angesichts der Zweifel an der Rechtmäßigkeit des PSPP legt das BVerfG dem EuGH eine Reihe von **Fragen zur Vorabentscheidung** vor:

- Verstößt das PSPP gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV, wenn (a) die Ankäufe auf den Märkten die **faktische Gewissheit eines Ankaufs** von durch die Mitgliedstaaten emittierten Anleihen durch das ESZB begründen; (b) selbst nachträglich **keine Einzelheiten über die Einhaltung von Mindestfristen** zwischen Ausgabe der Anleihe auf dem Primärmarkt und Ankauf am Sekundärmarkt bekannt gegeben werden, sodass die gerichtliche Kontrolle ins Leere läuft; (c) die erworbenen **Anleihen bis zur Endfälligkeit gehalten** werden; (d) das ESZB marktfähige **Schuldtitel mit negativer Endfälligkeitsrendite** erwirbt?
- Verstößt das PSPP gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV, wenn seine weitere Durchführung eine **stetige Lockerung der ursprünglich geltenden Ankaufsregeln** erfordert und damit die vom EuGH festgelegten Beschränkungen ihre Wirkung verlieren?
- Verstößt das PSPP gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV, weil (a) aufgrund seines Volumens die **Refinanzierungsbedingungen der Mitgliedstaaten erheblich beeinflusst** werden; (b) seine objektiv feststellbaren Auswirkungen eine **wirtschaftspolitische Zielsetzung der währungspolitischen Zielsetzung zumindest als gleichrangig** erscheinen lassen; (c) es gegen den **Grundsatz der Verhältnismäßigkeit** verstößt; (d) es nicht auf seine fortdauernde **Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit** überprüft werden kann?
- Verstößt das PSPP gegen Art. 199 und Art. 127 Abs. 1 und Abs. 2 AEUV, wenn die sich aus Volumen und Vollzug ergebenden wirtschaftspolitischen Auswirkungen **Erforderlichkeit und Verhältnismäßigkeit des PSPP ändern** und das PSPP sich dadurch als eine Überschreitung des währungspolitischen Mandats der EZB darstellt?

- Verstößt das PSPP gegen Art. 123 Abs. 1 AEUV, wenn angesichts möglicherweise unbegrenzter Risikoverteilung bei Ausfällen von Anleihen eine **Rekapitalisierung nationaler Zentralbanken mit Haushaltsmitteln** notwendig werden kann?
14. In seinem Urteil vom 11. Dezember 2018 beantwortet der EuGH (2018) diese Fragen, begründet seine Antworten allerdings relativ knapp. Der EuGH stellt fest, dass die EZB ihrer Begründungspflicht nachgekommen ist. Hinsichtlich der Befugnisse des ESZB räumt der EuGH weitgehende diskretionäre Spielräume ein. Er erkennt an, dass sich **die EZB im Rahmen der Währungspolitik** bewegt, sieht die Verhältnismäßigkeit in Anbetracht der Ziele der Währungspolitik gewahrt, schätzt die Garantien des ESZB zur Verhinderung eines Agierens privater Marktteilnehmer als Mittelspersonen des ESZB als hinreichend ein, bestätigt den **Erhalt der Anreize zur soliden Haushaltspolitik** und erkennt keine Probleme im Halten der Anleihen bis zur Endfälligkeit sowie zum Ankauf der Anleihen mit negativer Endfälligkeitsrendite. Die **Frage**, inwiefern die von den nationalen Zentralbanken des ESZB übernommenen Risiken eine **Rekapitalisierung mit Haushaltsmitteln notwendig** machen könnten, weist der EuGH **als unzulässig** zurück.
  15. Vor diesem Hintergrund steht die Entscheidung des BVerfG im Hauptsacheverfahren an. Die im Vorlagebeschluss aufgeworfenen Fragen liegen dem **Fragenkatalog** zugrunde, der den **sachverständigen Dritten zur Beantwortung vorgelegt** wurde. Soweit dies möglich ist, sollen diese Fragen im Folgenden beantwortet werden.

## III. ANTWORTEN ZUM FRAGENKATALOG FÜR SACHVERSTÄNDIGE DRITTE

### Kompetenzabgrenzung

1. LASSEN SICH DIE AUSWIRKUNGEN DES PSPP AUF DIE HAUSHALTPOLITIK DER MITGLIEDSTAATEN DER EUROZONE, DEN AKTIENMARKT, DEN IMMOBILIENMARKT ETC. ERMITTELN?
16. Die Frage nach den Auswirkungen des PSPP hat damit zu kämpfen, dass eine Situation ohne das PSPP nicht für die gleiche Zeitperiode für die Mitgliedstaaten und ihre Märkte existiert. Die ökonomische Literatur hat jedoch verschiedene methodische Ansätze entwickelt, um die Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen theoretisch und empirisch zu analysieren und dabei das Problem fehlender kontrafaktischer Evidenz abzumildern. Verschiedene Modellansätze führen zu **unterschiedlichen Einschätzungen der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen** quantitativer Lockerungsmaßnahmen wie dem PSPP. In der makroökonomischen Literatur wird zwischen ein- und zweistufigen Verfahren unterschieden. Im direkten (einstufigen) Verfahren werden DSGE-Modelle verwendet, die explizit

die verschiedenen Wirkungskanäle unkonventioneller Geldpolitik berücksichtigen (Gertler und Karadi, 2011). Im indirekten (zweistufigen) Verfahren wird hingegen zuerst durch ein empirisches oder theoretisches Modell der Partialeffekt der unkonventionellen Geldpolitik gemessen. Dieser Effekt wird im folgenden Schritt als exogener Schock in ein strukturelles Modell (VAR oder DSGE) eingeführt, um etwa die Auswirkungen auf die aggregierte Nachfrage oder das Preisniveau zu quantifizieren. Beispiele hierfür sind unter anderem Studien von Altavilla et al. (2019) oder Kerssenfischer (2019).

17. Mit den gesunkenen Renditen öffentlicher Anleihen haben sich die **Refinanzierungsbedingungen** der am PSPP beteiligten Staaten an den Finanzmärkten **erheblich verbessert**. Die **Staatshaushalte** wurden dadurch **merklich entlastet**. Der genaue Anteil des PSPP an dieser Entwicklung kann zwar nicht eindeutig bestimmt werden. Weitere Faktoren könnten in diesem Zusammenhang eine ebenso wichtige Rolle gespielt haben, beispielsweise die Verbesserung des institutionellen Rahmenwerks, die konjunkturelle Erholung der vergangenen Jahre, vertrauensbildende Maßnahmen, die den Fortbestand des Euro-Raums gewährleisten sollen, oder nicht zuletzt die Konsolidierungsanstrengungen der Mitgliedstaaten selbst.
18. Die **implizite (Zins-)Ersparnis durch die Niedrigzinspolitik** im Vergleich zu Marktzinsen, die noch vor der Finanzkrise üblich waren, lässt sich jedoch berechnen. In ihrem Monatsbericht vom Juli 2017 errechnet die Deutsche Bundesbank (2017) für den Zeitraum von 2008 bis 2016 eine **Ersparnis für den deutschen Gesamtstaat** von rund 240 Mrd Euro oder **7,5 % des BIP** im Jahr 2016. Für Frankreich schätzt sie diese auf etwa 220 Mrd Euro (10 % des BIP), für Italien auf 175 Mrd Euro (10,5 % des BIP) und für Spanien auf 60 Mrd Euro (5,5 % des BIP).

Der **Sachverständigenrat** beziffert in einer eigenen Analyse (angelehnt an Boeing-Reicher und Boysen-Hogrefe (2017)), die **Ersparnisse** für den Zentralstaat in den Jahren 2007 bis 2017 auf **4,9 % des jeweiligen BIP** in Deutschland, 7,9 % für Frankreich, 5,2 % für Italien und 3,3 % für Spanien (JG 2017 Ziffer 400). Zudem hat sich die Laufzeitstruktur der Staatsanleihen seit dem Jahr 2007 hin zu längeren Laufzeiten verschoben (vgl. Abbildung 44, JG 2017). Damit reagiert die **zukünftige Durchschnittsverzinsung weniger sensitiv** auf einen Anstieg des Zinsniveaus in der mittleren Frist.

19. Mit den unterschiedlichen Anleihekaufprogrammen des ESZB könnten **Verlustrisiken** für den Haushalt eines Mitgliedstaates einhergehen. Diese Risiken sind nicht auf Anleihekäufe im Rahmen des PSPP beschränkt, sondern schließen insbesondere die erworbenen Anleihen des privaten Sektors mit ein. Während eine nationale Zentralbank zunächst nur für die landeseigenen Anleihen haftet, tritt eine gemeinschaftliche Haftung bei Verlusten von Wertpapieren ein, die von der EZB oder einer anderen europäischen Institution erworben wurden (EZB, 2015a). Dieser Anteil beläuft sich auf 20 % der Anleihekäufe. Verluste innerhalb dieses Anteils von Anleihen werden auf Basis ihres Kapitalschlüssels auf die einzelnen Mitgliedstaaten verteilt.

20. Das Risiko eines Verlustes kann unter Umständen gemäß der Zulassungskriterien für marktfähige Schuldtitel im Rahmen des PSPP approximiert werden. Diese Kriterien verlangen, dass eine Bonität der Kreditqualitätsstufe 3 in der harmonisierten Ratingskala ausgewiesen wird. Um dieser Anforderung zu genügen, reicht es jedoch, dass eine der vier gegenwärtig zur Bonitätsprüfung zugelassenen externen Ratingagenturen zu diesem Ergebnis kommt (EZB, 2015b Art. 3(2)). Gelangen die drei verbliebenen Ratingagenturen hingegen zu einem abweichenden Ergebnis, oder sprechen dem Wertpapier gar die Marktfähigkeit ab, so wird dieses dennoch nicht zwingend vom PSPP ausgeschlossen und kann unter bestimmten Bedingungen von der EZB angekauft werden. Mit einer zunehmenden **Divergenz der Einschätzung zwischen den Ratingagenturen** könnte somit ein **höheres Verlustrisiko** einhergehen.
21. Das PSPP hat zudem Auswirkungen auf weitere Marktsegmente, wie etwa den **Immobiliensektor**. Aufgrund der gesunkenen Verzinsung öffentlicher Wertpapiere versuchen Investoren, ihre Portfolios umzuschichten (Portfolioumschichtungskanal) ↘ ZIFFER 5 und suchen vermehrt nach anderen Anlageformen mit höherer Rentabilität. Die steigende Nachfrage nach Vermögenswerten, die enge Substitute für die von der Notenbank aufgekauften Anleihen sind, führen ebenfalls zu einem Preisanstieg oder Zinsrückgang bei diesen Anlagen. Im Idealfall wirkt sich dieser Prozess auf eine Vielzahl von Wertpapierklassen aus. So dürfte die **Geldpolitik** beispielsweise die Nachfrage nach **Immobilien als Objekt der Vermögenanlage verstärkt** haben.

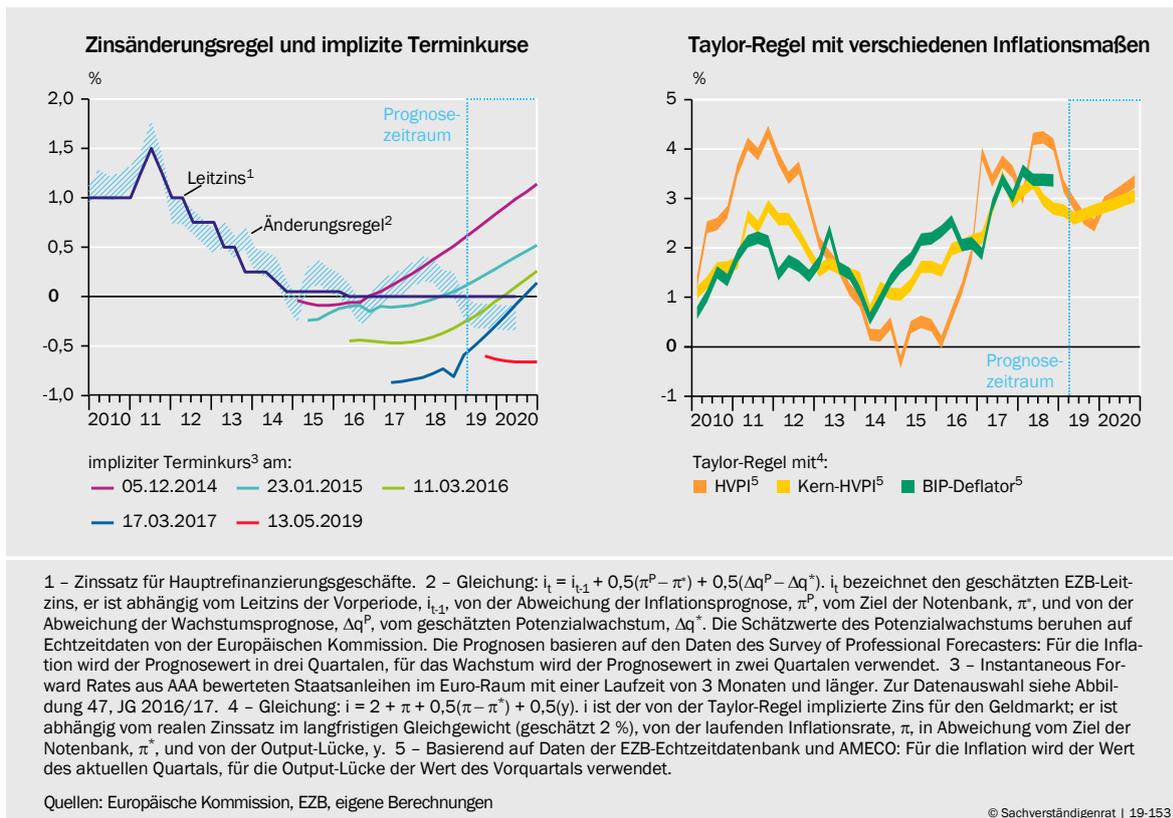
Unter dem Einfluss der expansiven Geldpolitik der EZB gingen die Zinsen für Wohnimmobilienkredite, die sich in den 2000er Jahren in einem Korridor von rund 4 % bis 5 % bewegt hatten, auf zuletzt rund 2 % zurück (JG 2018 Ziffer 668 ff.). Die niedrigeren Zinsen zur Bau- und Immobilienfinanzierung wirken sich unmittelbar auf die Preise aus. So lässt sich bei einem gegebenen Einkommen mit einem niedrigeren Zinssatz ein höherer Kaufbetrag für die Immobilie finanzieren. Zudem spielt die Zinsentwicklung nicht nur aus Kreditnehmerperspektive eine Rolle. Investoren auf der Suche nach Ertrag dürften in erheblichem Maße Eigenmittel in Immobilien investiert haben. Wenn sich die Renditen in anderen Bereichen, zum Beispiel bei Anleihen, **normalisieren**, könnten sie ihr Kapital aus dem Immobilienbereich wieder abziehen und damit **Druck auf Immobilienpreise** ausüben (JG 2018 Ziffer 671). Für die weitere Entwicklung der Immobilienpreise in den großen Städten wird es daher nicht zuletzt darauf ankommen, wie schnell die langfristigen Zinsen wieder steigen. Bei einem abrupten Zinsanstieg ist ein spürbarer Preisrückgang nicht auszuschließen (JG 2018 Ziffer 676).

22. Die expansiven geldpolitischen Maßnahmen der EZB wirken sich nicht zuletzt auf **Risiken im Bankensystem** aus. Solange Neukredite sehr günstig und mit langer Laufzeit (10 Jahre und länger) finanziert werden, steigen die Zinsänderungsrisiken. Im Zuge einer Normalisierung könnte der kurzfristige Refinanzierungszins dieses Niveau innerhalb weniger Jahre überschreiten. Zudem steigt der Druck auf die Profitabilität und setzt Anreize zu höherer Risikoübernahme. Die erhöhte Risikobereitschaft geht mit einer Ausweitung der Fristentransformation einher (JG 2016 Ziffer 421).

2. LASSEN SICH DIE WIRTSCHAFTSPOLITISCHEN AUSWIRKUNGEN DES PSPP ZUM ANGESTREBTEN INFLATIONSZIEL VON UNTER ABER NAHE 2 PROZENT IN BEZIEHUNG SETZEN?
  3. HAT SICH SEIT BEGINN DES PSPP INSOWEIT EINE ÄNDERUNG ERGEBEN?
23. Als Konsens in der makroökonomischen Literatur gilt es, zumindest für die kurze Frist einen positiven **Zusammenhang zwischen der Preisentwicklung und dem Konjunkturverlauf** zu unterstellen (Philipps-Kurve). Die Geldpolitik kann einem temporären Nachfrageausfall und Preisrückgang begegnen, indem sie die Zinsen senkt oder unkonventionelle Maßnahmen einsetzt. Durch eine steigende Kreditnachfrage werden die Konsumnachfrage sowie die Investitionstätigkeit angeregt. Eine Stabilisierung der aggregierten Nachfrage im Euro-Raum soll letztlich zu einer Rückkehr zum Inflationsziel in der mittleren Frist beitragen. Vor diesem Hintergrund ordnet die EZB ihre geldpolitischen Maßnahmen ein.
24. So analysiert die EZB in ihrer 2-Säulen Strategie neben rein monetären Aggregaten die wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum. Da sie allerdings im Rahmen ihres Mandats vorrangig der Preisstabilität verpflichtet ist, sollte diese Analyse primär hinsichtlich der Auswirkungen auf die Preise im Euro-Raum erfolgen. Ihre **Entscheidungen zum PSPP** (von der Ankündigung über die Ausgestaltung hinsichtlich der Anpassung der monatlichen Kaufsummen, bis zur Einstellung des Programms) hat die EZB **vor dem Hintergrund der Preisentwicklung im Euro-Raum** getroffen (EZB 2015a). Zumindest wurden diese in den Pressekonferenzen, in denen die geldpolitischen Entscheidungen kommuniziert und erklärt wurden, als Gründe für die Politikmaßnahmen angeführt. Während der EZB-Rat im Jahr 2015 das PSPP vor dem Hintergrund zunehmender Abwärtsrisiken für die zukünftige Preisentwicklung aktivierte, stellte der EZB-Rat im Juni 2018 substanzielle Fortschritte hin zu einer nachhaltigen Anpassung der Inflationsrate fest. Damit wurde begründet, und in den folgenden Monaten bekräftigt, dass die Nettoanleihekäufe zum Jahresende 2018 auslaufen konnten. Allerdings betont die EZB in jeder Pressekonferenz zu geldpolitischen Entscheidungen der vergangenen Jahre, dass sie ihre Zinsen so lange wie erforderlich auf dem aktuellen Niveau belassen werde, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2 % sicherzustellen. ↘ ZIFFER 2 Insoweit hat sich seit Beginn des PSPP bislang keine Änderung ergeben.
25. Eine andere Möglichkeit, den notwendigen Expansionsgrad der Geldpolitik einzuschätzen, bieten **geldpolitische Regeln**, welche die endogene Reaktionsfunktion der Notenbank auf exogene Veränderungen darzustellen versuchen. Entscheidungsgrundlagen wie Inflations- und Wachstumsprognosen (Taylor-Regel) oder deren Entwicklung (Orphanides-Wieland-Regel) werden häufig mithilfe von Zinsregeln in eine Zinsempfehlung übersetzt. Dabei lassen sich Gleichgewichtszins und Potenzialwachstum berücksichtigen. Die US-Notenbank FED (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019) veröffentlicht zwei Varianten der Taylor-Regel (Taylor, 1993), eine Zinsänderungsregel sowie eine Regel mit einem Ziel für ein zu erreichendes Preisniveau statt eines Inflationsziels.

↘ **ABBILDUNG 3**

**Geldpolitische Regeln im Vergleich**

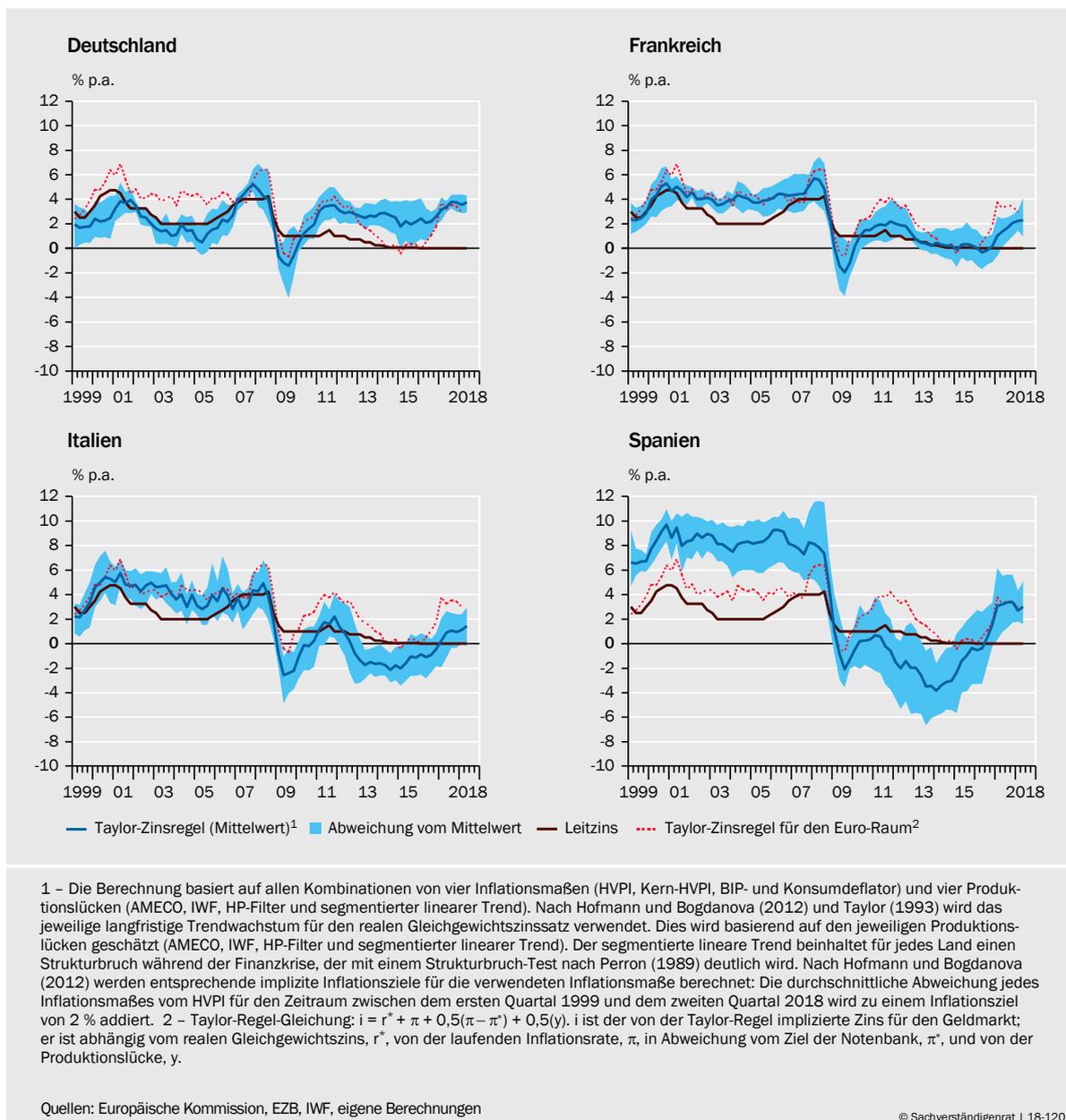


26. Der Sachverständigenrat hat in den vergangenen Jahren auf eine Anwendung der Taylor-Regel auf den Euro-Raum sowie eine Zinsänderungsregel Bezug genommen (JG 2017 Ziffern 355ff.; JG 2016 Ziffern 410 ff.; Orphanides und Wieland, 2013). Nach der Zinsänderungsregel wäre im **Gegensatz zur tatsächlichen Politik der EZB** im Verlauf des Jahres 2015 eine **geldpolitische Straffung angezeigt gewesen**. Dies gilt ebenfalls für den Zeitraum von 2017 bis Ende 2018. Am aktuellen Rand empfiehlt die Zinsänderungsregel allerdings einen niedrigeren Leitzins. ↘ **ABBILDUNG 3 LINKS** Einschränkung ist hier jedoch festzuhalten, dass dieser Vergleich der Zinssätze die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen und ihre Auswirkungen unbeachtet lässt. Im Allgemeinen ist zu berücksichtigen, dass bei einem nachhaltigen und längerfristigen Anstieg der Inflationsrate hin zum Inflationsziel sinkende Realzinsen den Expansionsgrad der Geldpolitik weiter erhöhen würden. Die Geldpolitik liefe dann **Gefahr, die geldpolitische Wende zu spät einzuleiten**.

Nach einer Taylor-Regel mit Kerninflation, Produktionslücke (unter Rückgriff auf die Potenzialschätzung der Europäischen Kommission) und realem Gleichgewichtszins von 2 % wäre im Jahr 2018 im Euro-Raum ein Leitzins von 3 % angemessen gewesen. ↘ **ABBILDUNG 3 RECHTS** ↘ **ABBILDUNG 4** Taylor-Regel-Schätzungen für einzelne Mitgliedstaaten legen hingegen nahe, dass für Spanien und Deutschland ein höherer, für Frankreich und Italien ein niedrigerer Zinssatz angezeigt gewesen wäre. ↘ **ABBILDUNG 4** Gemäß ihrem Mandat hat sich die EZB somit **eher auf den Euro-Raum ausgerichtet**.

▾ **ABBILDUNG 4**

**Taylor-Zinsregeln für ausgewählte Mitgliedstaaten des Euro-Raums**



**4. WELCHE ROLLE SPIELT INSOWEIT DER GRUNDSATZ DER VERHÄLTNISSMÄßIGKEIT?**

27. Die Frage der Verhältnismäßigkeit erfordert eine Einschätzung, ob die zur Erreichung der Ziele eingesetzten Mittel geeignet und erforderlich sind. Dies lässt sich in Abwesenheit der kontrafaktischen Evidenz kaum beantworten. Dazu müsste man wissen, ob und wie sehr die Inflationsrate ohne PSPP gesunken wäre. Dass quantitative Lockerungsmaßnahmen prinzipiell wirksam sein können, wird in der Literatur kaum bezweifelt (Wieland, 2010). Der Sachverständigenrat gibt einen Überblick über die Einschätzungen in der Literatur, wie stark expansive quantitative Maßnahmen sich ausgewirkt haben (JG 2016 Ziffer 403 f.) und kommt zu dem Schluss, dass das **PSPP eine signifikante Wirkung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage** hatte. Gleichwohl hält er die Geldpolitik der EZB

seit einiger Zeit für zu expansiv (JG 2016 Ziffer 405 ff., JG 2017 Ziffer 325 ff.). Die **Geeignetheit des PSPP** zur Erreichung der vorgegebenen Ziele lässt sich vor diesem Hintergrund nicht verneinen. Die **Erforderlichkeit** insbesondere im Ausmaß und der Dauer der Maßnahme bleibt letztlich in den unterschiedlichen Einschätzungen umstritten. Dies bedeutet aber zugleich, dass die **Einschätzung der EZB vertretbar** ist.

5. AUS WELCHEM GRUND WURDE DIE AUSWEITUNGSPHASE DES PSPP BEENDET UND WELCHE AUSSAGEN LASSEN SICH HINSICHTLICH DER DAUER UND DES UMFANGS DER REINVESTITIONSPHASE TREFFEN?
  - a. WELCHE KRITERIEN LEGT DIE EZB IHRER ENTSCHEIDUNG INSOWEIT ZUGRUNDE?
  - b. WELCHE BEDEUTUNG MISST SIE DEM GRUNDSATZ DER VERHÄLTNISSMÄßIGKEIT INSOWEIT BEI?
  
28. Die EZB hat ihre Entscheidung, die Nettoanleihekäufe zum Ende des Jahres 2018 einzustellen, mit **substanziellen Fortschritten** hin zu einer **nachhaltigen Anpassung der Inflationsrate** begründet. ↘ ZIFFER 24 Hinsichtlich der Dauer und des Umfangs der Reinvestitionsphase hat die EZB ihre Kommunikation in den Monaten März und Juni 2019 angepasst: So sollen Tilgungserlöse über den Zeitpunkt erster Leitzinserhöhungen hinaus reinvestiert werden. Eine solche Erhöhung wurde im März 2019 auf Ende des Jahres und im Juni 2019 auf über den Sommer des Jahres 2020 hinaus verschoben (Draghi, 2019a, 2019b). Zurzeit werden Papiere, die im Rahmen des APP gekauft wurden, von den nationalen Zentralbanken bis zur Endfälligkeit gehalten. Gleichzeitig kündigte die EZB an, bei ihren Reinvestitionen auf **Marktneutralität** zu achten. Dies würde bedeuten, dass Tilgungserlöse fälliger Anleihen in **Anleihen mit einer ähnlichen Laufzeit reinvestiert** werden sollen.
  
29. Grundsätzlich ist die EZB daran aber nicht gebunden. Über die genaue Ausgestaltung entscheidet letztlich der EZB-Rat. Eine sogenannte „**Operation Twist**“, d.h. in großem Stil kurzlaufende Anleihen durch längerlaufende Papiere in den Beständen der nationalen Zentralbanken zu ersetzen, wäre grundsätzlich denkbar. Dies würde der EZB erlauben, den geldpolitischen Stimulus auf die Zinsstrukturkurve des jeweiligen Mitgliedstaates feinzusteuern, ohne dabei den Kapitalschlüssel zu verletzen, da hierfür das gekaufte Volumen und nicht die Restlaufzeit einer Anleihe ausschlaggebend ist.

Für das Jahr 2019 dürften **Anleihen im Umfang von rund 203 Mrd Euro reinvestiert** werden. Bis Juni 2019 hat die EZB ihren Bestand um 168 Millionen Euro reduziert. Dies dürfte im Rahmen der technischen Feinsteuerung des Reinvestitionsprogramms liegen. Über ihre Reinvestitionspolitik dürfte die **EZB weiterhin eine sehr große Rolle als Käufer an den Staatsanleihemärkten** spielen, zumal derzeit kein fester Zeitpunkt abzusehen ist, zu dem die Reinvestitionen eingestellt werden. ↘ ZIFFER 8 Dies dürfte die mittel- und langfristigen Zinsen auf einem niedrigen Niveau halten (JG 2017 Abbildung 44). Die Frage der Verhältnismäßigkeit lässt sich in Analogie zur Antwort auf Frage 4 beantworten.

## 6. IST EINE EFFEKTIVE GERICHTLICHE KONTROLLE OHNE SPEZIFISCHE BEGRÜNDUNG MÖGLICH?

30. Der Wortlaut der Frage legt zunächst eine Verneinung nahe. Allerdings muss anerkannt werden, dass die EZB bislang in regelmäßigen Pressekonferenzen sowie in wissenschaftlichen Studien der Öffentlichkeit beziehungsweise der Fachöffentlichkeit **spezifische Begründungen für ihre Politik geliefert** hat. Zuweilen mögen die Pressekonferenzen auslegungsfähiger gewesen sein als die aus dem Hintergrund hervortretende wissenschaftliche Expertise der EZB. Gleichwohl schließt dies bislang eine effektive gerichtliche Kontrolle nicht aus.

### Monetäre Staatsfinanzierung

#### 1. INWIEFERN BEDURFTE BZW. BEDARF ES FÜR DIE WIRKSAMKEIT DES PSPP SEINER ANKÜNDIGUNG?

31. Zwar bedürfen **Anleihekäufe am Sekundärmarkt** grundsätzlich **keiner Ankündigung**, um eine Wirkung an den Finanzmärkten zu entfalten. Die gestiegene Nachfrage und der damit verbundene Preisanstieg dieser Papiere gehen mit einem Rückgang der Renditen der Anleihen einher. Allerdings haben **Ankündigungen geldpolitischer Maßnahmen** einen **Effekt auf die Erwartungsbildung** der Marktteilnehmer. Nach der Erwartungstheorie müsste die glaubwürdige Ankündigung eines Kaufprogramms in einem bestimmten Umfang zu einer unmittelbaren Preisreaktion an den Märkten führen (Mishkin, 2002). Der tatsächliche Kauf der Wertpapiere sollte der Theorie nach nicht mit zusätzlichen Preiseffekten einhergehen.

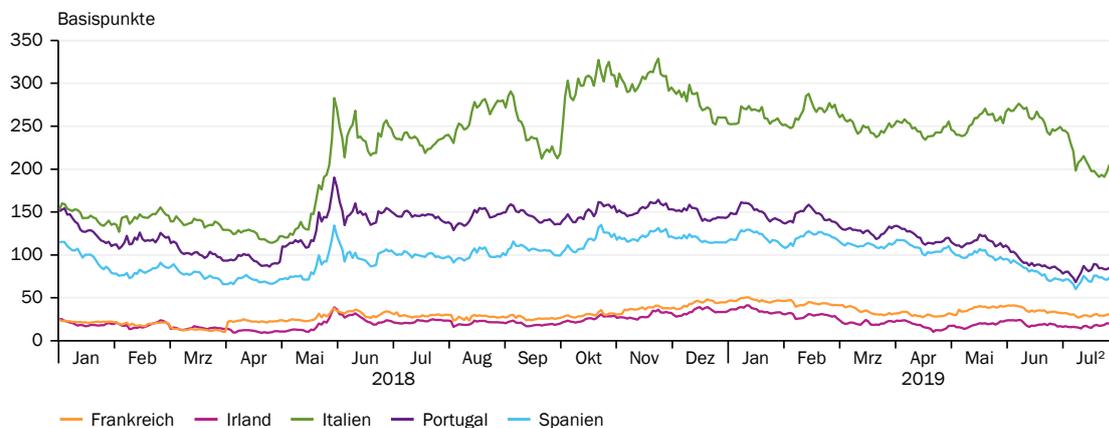
Grundsätzlich stellt sich hierbei die Frage, von welcher Ausgestaltung (glaubwürdig **angekündigte vs. diskretionäre Käufe**, welche die Marktteilnehmer überraschen) der größere Effekt auf das jeweilige geldpolitische Ziel ausgeht. In der geldpolitischen Literatur, die sich mit Fragen der Regelbindung im Vergleich zu diskretionärer Politik beschäftigt, wird diskretionären Maßnahmen eine größere Stabilisierungswirkung auf den Konjunkturzyklus zugeschrieben. Allerdings geht diese Politik mit einem sogenannten „Inflation Bias“ einher, sodass aus wohlfahrtstheoretischer Sicht einer **regelgebundenen Zentralbankpolitik** der Vorzug gegeben wird (Kydland und Prescott, 1977).

32. Die Rendite einer Anleihe setzt sich aus einem risikolosen Teil und einer (länder-spezifischen) Risikoprämie zusammen. Risikoprämien für die Anleihen unterschiedlicher Staaten im Euro-Raum können stark voneinander abweichen. Dies hat sich beispielsweise in der Euro-Krise gezeigt. Die glaubwürdige **Ankündigung eines Kaufprogramms** vonseiten der Notenbank kann nicht nur die Erwartungen der Marktteilnehmer über das allgemeine Zinsniveau beeinflussen, sondern ebenfalls zu einer **Anpassung der Risikoeinschätzung** für das jeweilige Land führen (Mishkin, 2002).
33. Ankündigungseffekte können mithilfe sogenannter „Event-Studies“ quantifiziert werden. Für den Euro-Raum gibt es verschiedene Studien, die Ankündigungswir-

kungen unkonventioneller, geldpolitischer Maßnahmen beziffern, etwa im Hinblick auf die langfristigen Renditen von Staatsanleihen (Andrade et al., 2016; Altavilla et al., 2019; Kersefischer, 2019). So finden Bulligan und Della Monache (2018) für den Zeitraum von 2014 bis 2017 **signifikante Effekte geldpolitischer Ankündigungen** auf den Wechselkurs des Euro sowie die langfristigen Renditen von Staatsanleihen. **Besonders ausgeprägt** sei dieser Effekt während der **ersten Phase des APP** sowie in Ländern wie Spanien oder Italien gewesen, die besonders hart von der Krise betroffen waren. Zu analogen Schlussfolgerungen kommt eine Event-Studie von Neugebauer (2018), die zeigt, dass das Ausmaß des Rückgangs der Renditen sich invers zur Kreditwürdigkeit eines Landes verhält. Daraus folgt laut Neugebauer (2018), dass Mitgliedstaaten, gegenüber denen sich Investoren skeptischer zeigen, relativ stärker vom Renditerückgang profitieren.

#### ▾ ABBILDUNG 5

#### Renditedifferenzen 10-jähriger Staatsanleihen<sup>1</sup>



1 – Differenzen der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen des jeweiligen Landes gegenüber deutschen Staatsanleihen.  
2 – Letzter Datenpunkt: 25.07.2019.

Quellen: Thomson Reuters, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 19-148

34. Gleichwohl verhindert das PSPP nicht die **Disziplinierung der Haushaltspolitik durch die Finanzmärkte**. So zeigt sich seit dem Regierungswechsel in Italien ein nennenswerter Anstieg der Risikozuschläge, die Italien im Vergleich zu zehnjährigen deutschen Staatsanleihen auf seine Anleihen gleicher Laufzeit zahlen muss. ▾ ABBILDUNG 5 Im Mai 2018 sorgte ein in die Öffentlichkeit gelangter Entwurf eines Koalitionsvertrags, in dem die Möglichkeit einer Vertragsänderung genannt war, die den Austritt aus der Europäischen Währungsunion erlauben sollte, für einen steilen Anstieg der Risikoaufschläge. Dies zog aufgrund des potentiellen Redenominationsrisikos die Renditen von Spanien und Portugal kurzzeitig nach oben. Der tatsächliche Koalitionsvertrag enthält eine solche Klausel nicht. Zudem unternahm die neue italienische Regierung weitere Maßnahmen, um ihre haushaltspolitischen Zielsetzungen solider erscheinen zu lassen. Die Renditen anderer Länder im Euro-Raum sanken in der Folge, während das Zinsniveau Italiens weiter auf hohem Niveau verweilte und die Bewegungen über die Zeit vor allem von den Erwartungen unsolider Haushaltspolitik der neuen italienischen Regierung getrieben waren. Dies übte eine **gewisse Disziplinierungswirkung auf die**

**italienische Regierung** aus. Zuletzt sind die Zinsen im Euro-Raum insgesamt angesichts der Aussicht auf eine weiter lockere Geldpolitik der EZB gesunken. Ein nennenswerter Risikozuschlag auf italienische Staatsanleihen bleibt jedoch bestehen.

2. WIE LIEB SICH IM VORAUS SICHERSTELLEN, DASS DAS VOLUMEN DER ANKÄUFE UNTER DEM PSPP BEGRENZT WAR, DA DER EZB-RAT KONTINUIERLICH ÜBER EINE ANPASSUNG UND AUSWEITUNG DES PROGRAMMS ENTSCHEIDEN HAT?

35. Für die Anteile eines Landes an den PSPP-Käufen und die sich daraus ergebenden Reinvestitionen spielt der **Kapitalschlüssel** der EZB eine zentrale Rolle. So hat EZB-Präsident Mario Draghi beispielsweise im Dezember 2018 betont, dass die Länderanteile am PSPP-Portfolio des Eurosystems weiter angepasst würden, um sie in Einklang mit den Länderanteilen am Kapital der EZB zu bringen (EZB, 2018). Allerdings betonte die EZB zuletzt, dass die Konvergenz hin zum Kapitalschlüssel unter anderem von der Verfügbarkeit staatlicher Schuldtitel abhängt (EZB, 2019a). Diese Begründung rührt daher, dass sich die EZB beim PSPP eine Obergrenze von 33 % des ausstehenden Nominalwerts je Anleihsenserie gegeben hat. ↘ ZIFFER 36 Bereits im Jahr 2017 gab es wachsende Knappheitssignale für einige Mitgliedstaaten (JG 2017 Ziffer 341 f). ↘ ZIFFER 40 Allerdings könnte die EZB jederzeit die PSPP-Kriterien lockern. So könnte sie die Obergrenze des EZB-Anteils an Staatsanleihe-Emissionen von 33 % erhöhen oder gar verstärkt Anleihen hochverschuldeter Länder erwerben (JG 2016 Ziffer 382).

Die Anteile der nationalen Zentralbanken am Kapital der Europäischen Zentralbank werden nach dem wirtschaftlichen Gewicht und der Einwohnerzahl der Länder berechnet. Die letzte Aktualisierung erfolgte zum 1. Januar 2019. So zeigt ↘ TABELLE 1, dass der Anteil Deutschlands und der Niederlande gegenüber dem Jahr 2015 zugenommen, die Anteile von Griechenland, Italien, Portugal und Spanien hingegen abgenommen haben. Vergleicht man die Anteile der jeweiligen Mitgliedstaaten am PSPP mit dem Kapitalschlüssel, erkennt man, dass diese insbesondere **in den großen Mitgliedstaaten oder ehemaligen ESM-Programmländern über dem Kapitalschlüssel** liegen. Diese Verteilung ist allerdings verzerrt, da Notenbanken außerhalb der Währungsunion ebenfalls an der EZB beteiligt sind und ein Anteil der Käufe am PSPP auf supranationale Institutionen entfällt. Errechnet man einen Kapitalschlüssel ohne die Notenbanken außerhalb des Währungsraums sowie Griechenlands und bereinigt diesen zudem um den Anteil supranationaler Institutionen an den PSPP-Käufen, ergibt sich ein anderes Bild. So liegen die Anteile von Belgien, Frankreich, Italien und Spanien über dem impliziten Kapitalschlüssel. Die Ankündigung der EZB, bei ihrer Reinvestitionspolitik die Länderanteile am PSPP in Einklang mit dem Kapitalschlüssel zu bringen, könnte zur Folge haben, dass weniger Anleihen von Belgien, Frankreich, Italien und Spanien gekauft werden. Anleihen Deutschlands, der Niederlande oder vieler kleinerer Mitgliedstaaten des Euro-Raums dürften stärker nachgefragt werden. Zu einer ähnlichen Schlussfolgerung kommt beispielsweise Becker (2019).

## TABELLE 1

## Kapitalschlüssel der Mitgliedstaaten im Eurosystem und ihre Anteile am PSPP (%)

	Kapitalschlüssel			Anteil am PSPP <sup>3</sup>
	2015 <sup>1</sup>	2019 <sup>1</sup>	2019 (Eurosystem = 100) <sup>2</sup>	
Belgien	2,5	2,5	3,7	3,8
Deutschland	18,0	18,4	27,1	26,7
Estland	0,2	0,2	0,3	0,0
Finnland	1,3	1,3	1,9	1,7
Frankreich	14,2	14,2	20,9	21,6
Griechenland	2,0	1,7	-	-
Irland	1,2	1,2	1,7	1,6
Italien	12,3	11,8	17,4	18,8
Lettland	0,3	0,3	0,4	0,1
Litauen	0,4	0,4	0,6	0,2
Luxemburg	0,2	0,2	0,3	0,1
Malta	0,1	0,1	0,1	0,1
Niederlande	4,0	4,1	6,0	3,0
Österreich	2,0	2,0	3,0	1,9
Portugal	1,7	1,6	2,4	1,9
Slowakei	0,8	0,8	1,2	0,6
Slowenien	0,3	0,3	0,5	0,4
Spanien	8,8	8,3	12,3	13,4
Zypern	0,2	0,2	0,2	0,0

1 – Stand: jeweils 1. Januar. Differenz zu 100 ergibt sich durch das Fehlen der Länder, die nicht Teil des Eurosystems sind. 2 – Ohne Griechenland. 3 – Stand: 30. Juni 2019. Ohne Griechenland und supranationale Institutionen. ■ = Anteil am PSPP ist höher als der Kapitalschlüssel (Eurosystem = 100) im Jahr 2019, ■ = Anteil am PSPP ist gleich oder niedriger als der Kapitalschlüssel (Eurosystem = 100) im Jahr 2019.

Quellen: EZB, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 19-235

### 3. WELCHE SICHERHEIT HABEN BZW. HATTEN TEILNEHMER AM PRIMÄRMARKT FÜR STAATSANLEIHEN ODER EMITTIERENDE MITGLIEDSTAATEN, DASS STAATSANLEIHEN EINER BESTIMMTEN ISIN VOM EUROSYSTEM ANGEKAUFT WERDEN?

36. Laut EZB-Beschluss ist vorgesehen, dass für Marktteilnehmer vorab **keine spezifischen Informationen** zu den Anleihekäufen im Rahmen des PSPP-Programms verfügbar gemacht werden. Programmfähige Anleihen sind laut EZB-Beschluss lediglich Schuldtitel, die von der Zentralregierung eines Mitgliedstaats, dessen Währung der Euro ist, oder anerkannten Organen, internationalen Organisationen sowie multilateralen Entwicklungsbanken mit Sitz im Euro-Währungsgebiet begeben werden (EZB, 2015b, Art. 3(1)). Des Weiteren gibt es eine **Gesamt-Ankaufobergrenze von 33 % der ausstehenden Wertpapiere** eines Emittenten (EZB, 2015b, Art. 5(3)), sodass keine Sicherheit über einen Ankauf einer bestimmten Anleihe besteht.
37. Der EuGH argumentiert in seinem Urteil zum PSPP, dass zwar viele Merkmale des Anleihekaufprogramms im Voraus durch die EZB veröffentlicht wurden

(EuGH, 2018, Rn. 111). Allerdings habe die EZB für verschiedene Modalitäten gesorgt, um zu verhindern, dass ein „**privater Marktteilnehmer wie eine Mitteleperson des ESZB**“ auftreten kann (EuGH, 2018, Rn. 113). Zudem beschränke die Gesamt-Ankaufobergrenze von 33 % des Gesamtvolumens jeder programmfähigen Emission den Marktanteil des EZB-Anleihekaufprogramms und damit die Ankaufwahrscheinlichkeit aus Sicht einzelner Marktteilnehmer (EuGH, 2018, Rn. 124-125).

38. Es kann jedoch festgestellt werden, dass Marktteilnehmer aufgrund des substantiellen PSPP-Kaufvolumens zumindest **Erwartungen** bilden können, welche Anleihen für einen Ankauf durch die EZB infrage kommen. Diese Erwartungen könnten sich auf mehrere Anhaltspunkte stützen:
- Explizite Hinweise auf die Programmmodalitäten durch **öffentliche Äußerungen der EZB** zur geplanten Programmdurchführung ↘ [ZIFFER 39](#)
  - Implizite Rückschlüsse auf PSPP-Modalitäten durch **Angebotsverknappungen** bei bestimmten programmfähigen Anleihen ↘ [ZIFFER 40](#)
  - **Höherer tatsächlicher Marktanteil (> 33 %)** des PSPP, bedingt durch ein geringes verfügbares Anleihevolumen am Sekundärmarkt ↘ [ZIFFER 41](#)
39. Bei der Ankündigung des PSPP legte die EZB in öffentlichen Äußerungen die Programmimplementierung anhand bestimmter Konditionen fest (EZB, 2015b). Es liegt nahe, dass **Marktteilnehmer** anhand dieser Programmparameter die **Ankaufwahrscheinlichkeit** von Staatsanleihen einer bestimmten ISIN zumindest **näherungsweise abschätzen können**.
- Der EZB-Beschluss zum PSPP grenzt die Programmfähigkeit der Anleihen anhand mehrerer Prüfkriterien explizit ein. Laut EZB-Beschluss zum PSPP setzt die Notenbankfähigkeit von Anleihen zwingend voraus, dass der Emittent des Schuldtitels mindestens über eine **Bonität** der Kreditqualitätsstufe 3 in der harmonisierten Ratingskala des Eurosystems verfügt (EZB, 2015b, Art. 3(2)). Notenbankfähig sind zudem ausschließlich Schuldtitel, die zum Zeitpunkt ihres Ankaufs eine **Restlaufzeit** von mindestens 2 Jahren und höchstens 30 Jahren und 364 Tagen aufweisen (EZB, 2015b, Art. 3(3)). Um eine reibungslose Durchführung des PSPP zu garantieren, wurde die minimale Restlaufzeit programmfähiger Anleihen ab Januar 2017 von 2 Jahren auf 1 Jahr gesenkt (EZB, 2016). Anleihen mit negativer Endfälligkeitsrendite werden als programmfähige Schuldtitel ausdrücklich nicht ausgeschlossen (EZB, 2015b, Art. 3(5)). Im Dezember 2016 lockerte die EZB die PSPP-Ankaufkriterien zusätzlich: Ab Januar 2017 wurde der Erwerb von Anleihen mit einer Endfälligkeitsrendite unter dem Zinssatz der EZB-Einlagenfazilität ermöglicht (EZB, 2016).
  - Das **Bundesverfassungsgericht** (BVerfG) stellt fest, dass es zumindest annähernd möglich sei, aus den öffentlichen Ankündigungen der EZB die genauen **Modalitäten des PSPP abzuleiten**. Marktteilnehmer am Primärmarkt könnten daher Erwartungen bilden, welche Anleihen im Rahmen des Programms angekauft werden (BVerfG, 2017, Rn. 81-92). Laut BVerfG sei es Marktteilnehmern möglich, Informationen zu erlangen, die **Rückschlüsse auf den Bestand von programmfähigen Anleihen** am Sekundärmarkt

erlauben. Diese Rückschlüsse ergäben sich aus den Laufzeit- und Renditevorgaben der EZB sowie der geltenden Ankaufobergrenze für programmfähige Anleihen (BVerfG, 2017, Rn. 89). Laut BVerfG könnte eine Verfälschung der Bedingungen am Sekundärmarkt bereits unterstellt werden, wenn der Erwerb bestimmter Anleihen durch die EZB nur hinreichend wahrscheinlich ist (BVerfG, 2017, Rn. 91).

40. Aufgrund des enormen Programmvolumens (JG 2016 Ziffer 381) und der im Vergleich dazu restriktiven Programmbedingungen des PSPP beeinflusst das Tätigwerden der EZB die **Verfügbarkeit bestimmter Anleihen am Sekundärmarkt** (JG 2016 Ziffer 382). Dies erlaubt für Marktteilnehmer möglicherweise implizite Rückschlüsse auf die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Anleihekäufe.
- Beobachtete Angebotsverknappungen betrafen in der Vergangenheit u.a. programmfähige **deutsche Anleihen** (z.B. LBBW, 2016). Eine ähnliche Entwicklung ist in den vergangenen Jahren allerdings ebenso bei den **Anleihen anderer Länder** zu beobachten gewesen (LBBW, 2016; BVerfG, 2017, Rn. 89; Horn, 2018, Rn. 19) und kann von Marktteilnehmern mit wenig Aufwand kontinuierlich weiterverfolgt werden.
  - Für die Aufteilung der PSPP-Anleihekaufvolumina auf einzelne Länder wird durch das ESZB der Kapitalschlüssel zugrunde gelegt: Nationale Zentralbanken erwerben im Verhältnis zu ihrem jeweiligen Anteil am Kapitalschlüssel der EZB programmfähige Schuldtitel (EZB, 2015b, Art. 6(2)). In **Kombination** mit der **Angebotsverknappung** bei bestimmten Anleihen lassen sich aufgrund des **Kapitalschlüssels** von Marktteilnehmern zumindest **approximative Rückschlüsse** auf den bevorstehenden Ankauf von Anleihen einer bestimmten ISIN ziehen.
41. Im Rahmen des PSPP soll für jede programmfähige Anleihe eine Gesamt-Ankaufobergrenze von 33 % eingehalten werden (EZB, 2015b, Art. 5(3)). Diese Ankaufregel legt fest, dass die EZB nicht mehr als 33 % der im Umlauf befindlichen Schuldtitel eines einzelnen Emittenten halten darf. Die Obergrenze gilt nach Konsolidierung der notenbankfähigen Schuldtitel eines Emittenten in allen Portfolios des ESZB (EZB, 2015b, Art. 5(3)). Wenn das im Umlauf befindliche Sekundärmarktvolumen einer Anleihe das Volumen der Primäremission dieser Anleihe unterschreitet, könnte der tatsächliche Marktanteil der EZB am Sekundärmarkthandel jedoch höher ausfallen.
- Das BVerfG führt an, dass die **Ankaufobergrenze von 33 %** des Anleihevolumens sich nicht nach dem am Sekundärmarkt verfügbaren Volumen der emittierten Anleihe, sondern nach dem Gesamtvolumen der programmfähigen Emission errechnet (BVerfG, 2017, Rn. 90). Da zuweilen ein substantieller Teil der Emission von Primärmarktinvestoren einbehalten wird, erhöht sich so der **faktische Marktanteil** des durch die EZB aufgekauften Anleihevolumens. Horn (2018) stellt fest, dass laut Daten der Banken-Stresstests ein hoher Anteil der Primärmarktmissionen in den Anlagebüchern der Kreditinstitute verbleibt und daher nicht zu Handelszwecken zur Verfügung steht (Acharya et al., 2014; Horn, 2018, Rn. 15-16).

- Als Gegenargument ist zu nennen, dass die EZB bei einem faktisch höheren Sekundärmarktanteil nicht die festgesetzte Grenze von 33 % des gesamten Anleihevolumens erreicht, ab der die **Collective Action Clauses** (CAC) von Staatsanleihen im Euroraum Gläubigern eine Sperrminorität mit erweiterten Rechten im Fall einer Restrukturierung der Schuldverschreibung einräumen (Europäische Union, 2011). Die Einhaltung dieser Sperrminoritätsklauseln wird im Rahmen des PSPP von Fall zu Fall geprüft (EZB, 2015d; Deutsche Bundesbank, 2018). Solange die Ankaufobergrenze von 33 % beibehalten wird, übernimmt die EZB somit nicht die Rolle eines „strategischen Investors“, die im Hinblick auf die Prüfkriterien monetärer Staatsfinanzierung kritisch einzuordnen wäre (Heinemann, 2018a).
42. Als weiterer Anhaltspunkt für **mögliche Schuldtitelankäufe** am Sekundärmarkt kann angeführt werden, dass die EZB die aggregierten Anleihevolumina im PSPP auf ihrer Internetseite veröffentlicht. Dies ermöglicht Marktteilnehmern eine Approximation länderspezifischer Anleihevolumina.
43. Obwohl Marktteilnehmer also über **keine rechtliche Gewissheit** eines späteren Ankaufs verfügen, könnten die detaillierten Programmmodalitäten in Kombination mit weiteren Marktinformationen **faktisch einer relativ hohen Sicherheit** gleichkommen (BVerfG, 2017, Rn. 81; JG 2017 Kasten 10).
4. **WELCHER SPERRFRIST BEDARF ES ZWISCHEN DER EMISSION EINER STAATSANLEIHE UND IHREM ANKAUF AUF DEM SEKUNDÄRMARKT, DAMIT SICH EIN MARKTPREIS BILDEN KANN?**
44. Die EZB hat festgelegt, dass Anleihen im Rahmen des PSPP nicht am Primärmarkt gekauft werden, sondern ausschließlich nach einer **nicht öffentlich bekanntgegebenen Sperrfrist** am Sekundärmarkt.
- Laut Rechtsprechung des EuGH wird die Einhaltung einer solchen **Mindestfrist als wichtige Bedingung** angesehen, mit der verhindert werden kann, dass der Ankauf einer Anleihe am Sekundärmarkt faktisch deren Ankauf am Primärmarkt gleichkommt (EuGH, 2015b, Rn. 105-106; Horn, 2018, Rn. 80). In diesem Fall könnte der Ankauf eine Umgehung des in Art. 123 Abs. 1 AEUV festgelegten Verbots der monetären Staatsfinanzierung implizieren (EuGH, 2015b, Rn. 94; BVerfG, 2017, Rn. 78).
  - Die Einhaltung der Sperrfrist soll so die **Bildung eines Marktpreises** für notenbankfähige Wertpapiere ermöglichen (EZB, 2015b, Art. 4(1); BVerfG, 2017, Rn. 93). Auf diese Weise soll ebenfalls sichergestellt werden, dass der Ankauf von Staatsanleihen nicht gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung laut Art. 123 Abs. 1 AEUV verstößt (EuGH, 2015b, Rn. 106 f.).
45. Es ist fragwürdig, ob eine verlässliche Aussage darüber getroffen werden kann, wie schnell sich ein Marktpreis am Sekundärmarkt für Anleihen stabilisiert. Der Marktpreis hängt von vielen Faktoren und Marktparametern ab, die einen Einfluss auf den Sekundärmarkt haben: konjunkturelle Daten, geldpolitische Ent-

scheidungen, Aktienmarktentwicklungen (Einfluss auf die Attraktivität von Anleihen als alternative Anlageform) und Entscheidungen der Ratingagenturen. Es kann hier **keine empirisch belastbare Aussage** getroffen werden.

46. Eine wachsende empirische Literatur untersucht gleichwohl den Einfluss des PSPP auf die **Preis-, Rendite- und Reposatzentwicklungen an den Anleihenmärkten**. Aktuelle Studien ermitteln Rendite- und Reposatzrückgänge bei programmfähigen Anleihen im Zusammenhang mit der Durchführung des PSPP (Arrata et al., 2017; Arrata und Nguyen, 2017; De Santis und Holm-Hadulla, 2017). Obwohl die negativen Renditeeffekte im Vergleich zu US-Studien substantiell sind, schlussfolgern mehrere Studien, dass die identifizierten Renditeveränderungen primär auf **Ankündigungseffekte** zu Beginn des PSPP zurückgeführt werden können (Andrade et al., 2016; De Santis und Holm-Hadulla, 2017). Schlepper et al. (2017) analysieren Transaktionsdaten deutscher Staatsanleihen und stellen fest, dass Knappheitseffekte eine ökonomisch signifikante Auswirkung auf die Preisbildung im Rahmen des PSPP haben.

#### 5. HABEN MARKTTEILNEHMER UND MITGLIEDSTAATEN DER EUROZONE IM LAUFE DES PSPP ERKENNTNISSE HINSICHTLICH DER VON DER EZB EINGEHALTENEN SPERRFRIST GESAMMELT?

47. Obwohl die genaue Ausgestaltung der Fristen laut EZB einer Geheimhaltungspflicht unterliegt, lassen öffentliche Äußerungen der EZB eine ungefähre **Abschätzung der Sperrfristdauer** zu. Die EZB hat bekanntgegeben, dass die vom EZB-Rat festgelegte Sperrfrist „eher in Tagen als in Wochen“ zu bemessen sei (EuGH, 2018, Rn. 115; Horn, 2018, Rn. 81). Allerdings sei dieser Zeitraum in vielen Fällen nicht ausschlaggebend für die tatsächliche Ankaufstrategie. Oft bewege sich die tatsächliche Sperrfrist am Sekundärmarkt eher „zwischen Wochen und Monaten“ (Horn, 2018, Rn. 82).
48. Aufgrund des großen Volumens des PSPP-Programms ist es anderen Marktteilnehmern und Investoren inzwischen jedoch möglich, die **Sperrfrist zuverlässig abzuleiten** (Heinemann, 2018b). Heinemann (2018a) führt an, dass die Datenqualität der Anleihenmarktforschung inzwischen hinreichend hoch ist, um auf Grundlage dieser Daten eine zuverlässige Schätzung der Sperrfrist vorzunehmen.

#### 6. INWIEWEIT STEHT DIE ZIELSETZUNG DES PSPP EINER NACHTRÄGLICHEN BEKANNTGABE UND BEGRÜNDUNG DER EINGEHALTENEN SPERRFRIST FÜR DEN ERWERB VON STAATSANLEIHEN AUF DEM SEKUNDÄRMARKT ENTGEGEN?

49. Angesichts dieser Vorgaben und Kriterien hängen die gewünschte Zielsetzung und Verhältnismäßigkeit des PSPP entscheidend davon ab, dass Marktteilnehmer nicht wie **Mittelpersonen des ESZB** agieren können. Es ist also notwendig, dass Informationen zu den von der EZB ausgewählten Anleihen sowie Sperrfristen nicht von Investoren am Primär- oder Sekundärmarkt vorhergesehen werden können. Insbesondere könnten Informationen zu den von der EZB festgesetzten Mindestfristen zwischen Primäremission und Ankauf die Preisbildung an den Anleihenmärkten beeinflussen (EZB, 2015b, Art 4(1)). Insoweit stünde eine vorläufige Bekanntgabe und Begründung der Sperrfrist der **Zielsetzung des Programms** entgegen.

- Laut BVerfG rechtfertigt diese Begründung aber nicht, dass die EZB der ihr in Art. 296 Abs. 2 AEUV auferlegten **Begründungspflicht** *ex post* nicht nachkommt (BVerfG, 2017, Rn. 95). Selbst wenn die vorläufige Bekanntgabe und Begründung der Sperrfristen einer freien Preisbildung an den Sekundärmärkten entgegenwirkt, könnte es eine **nachträgliche Begründung der Mindestfristen** den relevanten gerichtlichen Instanzen ermöglichen, das Vorgehen der EZB einer effektiven Kontrolle zu unterziehen, um den Verdacht monetärer Staatsfinanzierung auszuschließen.
- Im Gegensatz dazu verweist der EuGH darauf, dass eine solche Kontrolle unter Verweis auf die **Begründungspflicht nicht eingefordert werden könne**, da eine Offenlegung den genauen Inhalt der durch die EZB getroffenen Maßnahmen darlegen würde (EuGH, 2018, Rn. 43; Sikora, 2019) und somit der Zielsetzung des PSPP entgegenwirke. Der EuGH stellt fest, dass die **Geheimhaltung der Sperrfrist** und die **Festsetzung einer Mindestfrist** genügen, um „die zeitliche Vorhersehbarkeit des Tätigwerdens des ESZB auf den Sekundärmärkten [zu] beschränken“ (EuGH, 2018, Rn. 116).
- Sikora (2019) argumentiert, dass eine abschließende Beurteilung dieser Frage daher eine **Abwägung** zwischen dem gerechtfertigten Offenlegungs- und Überprüfungsinteresse und dem aus Art. 123 Abs. 1 AEUV abzuleitenden Geheimhaltungsinteresse des ESZB erfordere.

a. WELCHE ZEITLICHEN ABSTUFUNGEN SIND INSOWEIT DENKBAR?

50. Für die Rechtmäßigkeit des PSPP ist es unerlässlich, dass die von der EZB angesetzten Sperrfristen nicht von anderen Marktteilnehmern an den Primär- und Sekundärmärkten vorhergesehen oder abgeleitet werden können. ↘ ZIFFER 49 Um die Zielsetzung des PSPP nicht zu gefährden, müsste eine nachträgliche Bekanntgabe der Sperrfrist in **ausreichendem zeitlichen Abstand** nach den ausgeführten Transaktionen am Sekundärmarkt erfolgen. Dabei muss der Grundsatz gelten, dass die veröffentlichten Informationen die Preisbildung am Sekundärmarkt für Anleihen nicht beeinträchtigen. Eine Bekanntgabe der angesetzten Sperrfristen noch *während* der Programmdurchführung ist kritisch zu betrachten, weil ein solcher Schritt die Preisfindungsmechanismen an den Sekundärmärkten während der laufenden Reinvestitionsphase des PSPP beeinflussen könnte. Eine Bekanntgabe der Sperrfrist *nach* Beendigung des PSPP würde die Unvorhersehbarkeit der laufenden EZB-Interventionen erhalten, könnte aber die Wirksamkeit zukünftiger Anleihekaufprogramme einschränken.

b. IST EINE EFFEKTIVE GERICHTLICHE KONTROLLE OHNE BEGRÜNDUNG MÖGLICH?

51. Nach übereinstimmender Beurteilung von BVerfG und EuGH unterliegt das Handeln der EZB im Hinblick auf die primärrechtlich fixierten Grenzen ihres Mandats der **gerichtlichen Kontrolle** (Feld et al., 2016, S. 17). Eine effektive gerichtliche Kontrolle der eingehaltenen Sperrfristen ist jedoch nicht möglich, wenn die EZB ihrer in Art. 296 Abs. 2 AEUV auferlegten Begründungspflicht im Rahmen der Sperrfrist (eventuell *ex post*) nicht nachkommt. Obwohl die Begründungspflicht nach Art. 296 Abs. 2 AEUV von BVerfG und EuGH unterschiedlich ausgelegt wird

↘ ZIFFER 49, ist laut BVerfG eine **effektive gerichtliche Kontrolle** der Einhaltung von Mindestfristen nicht durchführbar, sofern Informationen zu den Sperrfristen von der EZB nicht kommuniziert werden (BVerfG, 2017, Rn. 95).

#### 7. HAT DAS EUROSYSTEM UNTER DEM PSPP ERWORBENE STAATSANLEIHEN (ISIN) VOR IHRER ENDFÄLLIGKEIT VERKAUFT?

52. Im Rahmen des PSPP hat die EZB angekündigt, die angekauften Staatsanleihen bis zu ihrer Endfälligkeit zu halten. ↘ ZIFFER 28 Eine abschließende Bewertung, ob die EZB dieser Ankündigung folgt, ist auf Grundlage öffentlich verfügbarer Daten nicht möglich. Dies liegt insbesondere daran, dass genaue Informationen zur Fälligkeitsstruktur und zu eventuellen Verkäufen nicht öffentlich vorhanden sind. Im Falle **Zyperns** wurden in den Monaten März und September 2016 sowie Juni und September 2017 zwar **negative Nettokäufe** ausgewiesen. Dies ist aus den von der EZB auf ihrer Homepage veröffentlichten Daten zum PSPP ersichtlich (EZB, 2019b) und könnte theoretisch als Ergebnis eines Verkaufs vor Endfälligkeit interpretiert werden. Jedoch ist unter Berücksichtigung der zuvor genannten Einschränkung ein solches Fazit nicht verifizierbar und nur unter sehr restriktiven Annahmen möglich. Die Beobachtung negativer Nettokäufe könnte ebenfalls auf technische Faktoren oder Marktgegebenheiten wie eine zu geringe Marktliquidität zurückzuführen sein.

#### 8. SIND BEI DEN EINZELNEN MITGLIEDSTAATEN UMSCHICHTUNGEN ZWISCHEN DEN EMITTENTEN VORGENOMMEN WORDEN?

53. Neben den nationalen Zentralbanken sind Landes- und Förderbanken am PSPP beteiligt. In Deutschland betrifft dies die Kreditanstalt für Wiederaufbau oder die NRW.Bank. Zwar machen Staatsanleihen den mit Abstand größten Anteil am deutschen PSPP-Portfolio aus. Allerdings lassen sich aus den aggregierten, wöchentlich veröffentlichten Zahlen der EZB über die Nettokäufe (EZB, 2019b) keine Rückschlüsse auf einzelne Emittenten der jeweils gekauften Menge ziehen. Ob es Umschichtungen gegeben hat, lässt sich auf Basis öffentlich verfügbarer Daten nicht eindeutig verifizieren.

#### 9. SIND IM RAHMEN DES PSPP SCHULDTITEL VON MITGLIEDSTAATEN ERWORBEN WORDEN, DIE KEINEN ZUGANG ZUM ANLEIHEMARKT HATTEN?

54. Zwar sind Ankäufe im Rahmen des PSPP an spezifische Anforderungen zur Kreditwürdigkeit eines Landes gebunden. Jedoch räumt Art. 3(2) des EZB-Beschlusses 2015/774 die Möglichkeit ein, von diesen Bedingungen unter der Voraussetzung von Garantien abzuweichen. Folgende Anmerkungen zu einigen Ländern sind jedoch zu machen:
- **Griechenland** ist aufgrund seiner Kreditwürdigkeit vom PSPP **ausgeschlossen**. Die EZB kauft keine griechischen Staatsanleihen (EZB, 2019b).
  - Das ESM-Programm **Spaniens** endete bereits im Jahr 2014 und fällt damit nicht in die Programmzeit. Spanien ist zudem aufgrund seiner Kreditwürdigkeit zum PSPP zugelassen.

- **Zypern** hatte von Juni 2012 bis März 2016 ein ESM-Programm. Mit Beginn des PSPP betrug die Nettokäufe des Eurosystems zyprischer Anleihen 285 Millionen Euro. Nach der **Herabstufung** der zyprischen **Kreditwürdigkeit** im Jahr 2016 wurde es aus dem PSPP-Programm **ausgeschlossen** und es fanden Nettoverkäufe im Umfang von 72 Millionen statt. In Folge der Verbesserung der Kreditwürdigkeit kaufte das Eurosystem erst ab Oktober 2018 erneut zyprische Staatsanleihen.

## IV. ABWÄGENDE EINSCHÄTZUNG

55. Eine Einschätzung, ob die EZB mit dem PSPP ihr Mandat verletzt, weil sie in die Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten hinübergreift, lässt sich aus ökonomischer Sicht nicht abschließend treffen. Alleine von der **Existenz des Ankaufs von Staatsanleihen** geht **keine hinreichende Begründung für eine Mandatsverletzung** aus. Dies gehört zum traditionellen Instrumentarium für Notenbanken. Der Fragenkatalog, den das BVerfG den sachverständigen Dritten zur Beantwortung zugesendet hat, stellt auf eine Vielzahl von Indizien ab, die nur in ihrer Gesamtheit gewürdigt werden können.
56. Drei Aspekte der vorstehenden Analyse verdienen eine Hervorhebung, wenngleich sie nicht alle Teil des Fragenkatalogs sind oder unmittelbar als Prüfkriterien vom BVerfG genannt werden. Erstens ist hinsichtlich einer **Risikoübernahme** festzustellen, dass das Design des PSPP eine weitgehende Haftung der nationalen Zentralbanken für die Anleihekäufe sicherstellt. Im Unterschied zu den OMT übernimmt die EZB nur einen geringen Teil des Risikos.
57. Zweitens belegt die Zinsentwicklung auf den Anleihemärkten insbesondere nach der Aufkündigung der bisherigen Haushaltspolitik durch die neue italienische Regierung, dass das PSPP die **Disziplinierungswirkung durch die Finanzmärkte nicht verschüttet** hat. Die italienische Regierung wurde in ihrem Handeln bisher vor allem durch die Risikozuschläge auf ihre Refinanzierungskosten diszipliniert, kaum jedoch durch das Handeln der Europäischen Kommission im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die Disziplinierung durch die Finanzmärkte ist nicht perfekt, aber sie besteht trotz PSPP fort.
58. Drittens ist jedoch festzustellen, dass Marktteilnehmer zwar über **keine rechtliche Gewissheit** eines späteren Ankaufs verfügen. Gewissheit im engeren Sinne kommt faktisch ebenfalls kaum in Betracht. Gleichwohl könnten die detaillierten Programmmodalitäten in Kombination mit weiteren Marktinformationen **faktisch einer relativ hohen Sicherheit** für Marktteilnehmer gleichkommen.

## LITERATUR

Acharya, V., I. Drechsler und P. Schnabl (2014), A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk, *The Journal of Finance* 69 (6), 2689–2739.

- Altavilla, C., L. Brugnolini, R.S. Gürkaynak, R. Motto und G. Ragusa (2019), Measuring euro area monetary policy, CEPR Discussion Paper DP13759, Centre for Economic Policy Research, London.
- Andrade, P., J. Breckenfelder, F. De Fiore, P. Karadi und O. Tristani (2016), The ECB's Asset Purchase Programme: An early assessment, ECB Working Paper Nr. 1956, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Arrata, W. und B. Nguyen (2017), Price impact of bond supply shocks: Evidence from the Eurosystem's Asset Purchase Program, SSRN Scholarly Paper ID 2952363, Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Arrata, W., B. Nguyen, I. Rahmouni-Rousseau und M. Vari (2017), Eurosystem's asset purchases and money market rates, SSRN Scholarly Paper ID 3082767, Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Becker, S. (2019), European Central Bank: Updated capital key "forces" the ECB to reduce holdings of Italian, Spanish and French bonds, Chart in Focus, Deutsche Bank Research Management, Frankfurt am Main.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2019), Monetary Policy Report, February 22, 2019, 73.
- Boeing-Reicher, C.A. und J. Boysen-Hogrefe (2017), Estimating the effects of the „flight to quality“, with an application to German bond yields and interest payments, Kieler Arbeitspapiere 2086, Institut für Weltwirtschaft Kiel.
- Bulligan, G. und D. Delle Monache (2018), Financial markets effects of ECB unconventional monetary policy announcements, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) 424, Banca d'Italia, Rom.
- BVerfG (2017), Beschluss des Zweiten Senats, 2 BvR 859/15, Karlsruhe.
- De Santis, R.A. und F. Holm-Hadulla (2017), Flow effects of central bank asset purchases on Euro area sovereign bond yields: Evidence from a natural experiment, SSRN Scholarly Paper ID 2968922, Social Science Research Network, Rochester, NY.
- Deutsche Bundesbank (2018), The market for federal securities: holder structure and the main drivers of yield movements, Monthly Report (July 2018), Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2017), Monatsbericht Juli 2017, Frankfurt am Main.
- Draghi, M. (2019a), Press Conference (with Q&A), Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main, 7. März.
- Draghi, M. (2019b), Press Conference (with Q&A), Europäische Zentralbank, Vilnius, 6. Juni.
- EuGH (2018), Urteil des Gerichtshofs (Große Kammer): 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, ECLI:EU:C:2018:1000, C-493/17, Luxemburg.
- EuGH (2015a), Vorlage zur Vorabentscheidung – Wirtschafts- und Währungspolitik – Beschlüsse des Rates der Europäischen Zentralbank (EZB) zu einer Reihe technischer Merkmale der geldpolitischen Outright-Geschäfte des Eurosystems an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen – Art. 119 AEUV und 127 AEUV – Befugnisse der EZB und des Europäischen Systems der Zentralbanken – Geldpolitischer Transmissionsmechanismus – Gewährleistung der Preisstabilität – Verhältnismäßigkeit – Art. 123 AEUV – Verbot der monetären Finanzierung der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, ECLI:EU:C:2015:400, C-62/14, Luxemburg.
- EuGH (2015b), Vorlage zur Vorabentscheidung – Wirtschafts- und Währungspolitik – Beschlüsse des Rates der Europäischen Zentralbank (EZB) zu einer Reihe technischer Merkmale der geldpolitischen Outright-Geschäfte des Eurosystems an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen – Art. 119 AEUV und 127 AEUV – Befugnisse der EZB und des Europäischen Systems der Zentralbanken – Geldpolitischer Transmissionsmechanismus – Gewährleistung der Preisstabilität – Verhältnismäßigkeit – Art. 123 AEUV – Verbot der monetären Finanzierung der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, ECLI:EU:C:2015:400, C-62/14, Luxemburg.
- Europäische Union (2011), EFC sub-committee on EU sovereign debt markets: Collective action clause, Explanatory Note, Brüssel.

- Europäische Zentralbank (2019), Staatsverschuldung ausgewählter Mitgliedsstaaten, [https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SE-RIES\\_KEY=325.GFS.A.N.IT.WO.S13.S1.C.L.LE.GD.T.\\_Z.XDC\\_R\\_B1GQ.\\_T.F.V.N.\\_T](https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SE-RIES_KEY=325.GFS.A.N.IT.WO.S13.S1.C.L.LE.GD.T._Z.XDC_R_B1GQ._T.F.V.N._T), abgerufen am 31.7.2019.
- EZB (2019a), Public sector purchase programme (PSPP) - Q&A, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/pspp-qa.en.html>, abgerufen am 19.7.2019.
- EZB (2019b), History of cumulative purchase breakdowns under the PSPP, [https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/PSPP\\_breakdown\\_history.csv?8a7170c4ba71d8df542ef854be352df4](https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/PSPP_breakdown_history.csv?8a7170c4ba71d8df542ef854be352df4), abgerufen am 22.7.2019.
- EZB (2018), Introductory statement to the press conference (with Q&A), 13. Dezember.
- EZB (2016), ECB adjusts parameters of its asset purchase programme (APP), [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr161208_1.en.html), abgerufen am 16.7.2019.
- EZB (2015a), ECB announces expanded asset purchase programme, [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html), abgerufen am 19.7.2019.
- EZB (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, EZB/2015/10, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- EZB (2015c), Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 21-22 January 2015, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- EZB (2015d), Increase in PSPP issue share limit enlarges purchasable universe, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr151109.en.html>, abgerufen am 16.7.2019.
- Feld, L.P., C. Fuest, J. Haucap, H. Schweitzer, V. Wieland und B.U. Wigger (2016), Das entgrenzte Mandat der EZB: das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen, Veröffentlichungen des Kronberger Kreises 61, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.
- Gertler, M. und P. Karadi (2011), A model of unconventional monetary policy, *Journal of Monetary Economics* 58 (1), 17–34.
- Heinemann, F. (2018a), Anleihekäufe vor dem Europäischen Gerichtshof: Sechs Gründe, warum dem Anleihekaufprogramm Grenzen gesetzt werden müssen, Kurzexpertise, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim, 9. Juli.
- Heinemann, F. (2018b), Ohne enge Grenzen für das Kaufprogramm wird EZB zum Spielball der Fiskalpolitik, Pressemitteilung, Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim, 10. Juli.
- Horn, H.-D. (2018), Schriftliche Stellungnahme im Vorabentscheidungsverfahren C-493/17, Philipps-Universität Marburg, Fachbereich Rechtswissenschaften, Marburg, 30. Mai.
- Kerssenfischer, M. (2019), Information effects of euro area monetary policy: New evidence from high-frequency futures data, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 07/2019, Frankfurt am Main, aktualisierte Version von April 2019.
- Kydland, F. und E. Prescott (1977), Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy* 85, 473–491.
- LBBW (2016), LBBW fixed income trades and strategy, Fixed Income Trades and Strategy, Strategy Research No. 40, LBBW.
- Mishkin, F. (2002), *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, Chap. 6, S. 136-147, 6. Auflage.
- Neugebauer, F. (2018), The effects of ECB's asset purchase announcements on euro area government bond yields.
- Orphanides, A. und V. Wieland (2013), Complexity and monetary policy, *International Journal of Central Banking* 9 (1), 167–204.
- Schlepper, K., H. Hofer, R. Riordan und A. Schrimpf (2017), Scarcity effects of QE: A transaction-level analysis in the bund market, SSRN Scholarly Paper ID 2950915, Social Science Research Network, Rochester, NY, 6. April.
- Sikora, P. (2019), PSPP auf dem Prüfstand: Das Weiss-Urteil des EuGH, *Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht (EWS)* (3), 11.

Taylor, J.B. (1993), Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195–214.

Wieland, V. (2010), Quantitative easing: A rationale and some evidence from Japan, in: Reichlin, L. und K. D. West (Hrsg.), NBER International Seminar on Macroeconomics 2009, University of Chicago Press, 354–366.

# Freiburger **Diskussionspapiere** zur Ordnungsökonomik

## Freiburg **Discussion Papers** on Constitutional Economics

2020

- 20/2 **Feld, Lars P.:** Verfahren zum Anleihekaufprogramm der EZB(2 BvR 859/15, 2 BvR 1651/15, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 980/16). Stellungnahme zum Fragenkatalog für sachverständige Dritte
- 20/1 **Feld, Lars P. / Reuter, Wolf Heinrich / Yeter, Mustafa :** Öffentliche Investitionen: Die Schuldenbremse ist nicht das Problem

2019

- 19/6 **Kolev, Stefan:** Antipathy for Heidelberg, Sympathy for Freiburg? Vincent Ostrom on Max Weber, Walter Eucken, and the Compound History of Order
- 19/5 **Feld, Lars P. / Frey, Christian / Schaltegger, Christoph A. / Schmid, Lukas A.:** Fiscal Federalism and Income Inequality: An Empirical Analysis for Switzerland
- 19/4 **Goldschmidt, Nils / Wolf, Stephan:** Klimaschutz auf Kosten der Armen? Vorschläge für eine markt- und sozialverträgliche Umsetzung von CO<sub>2</sub>-Steuern und des Emissionshandels
- 19/3 **Horn, Karen I.:** The Difficult Relationship Between Historical Ordoliberalism and Adam Smith
- 19/2 **Christofzik, Désiree / Feld, Lars P. / Yeter, Mustafa:** Öffentliche Investitionen: Wie viel ist zu wenig?
- 19/1 **Feld, Lars P. / Hirsch, Patrick:** Zur Grundsteuerreform

2018

- 18/13 **Doerr, Anabelle / Necker, Sarah:** Toward an Understanding of Collaborative Tax Evasion: A Natural Field Experiment With Businesses
- 18/12 **Bury, Yannick / Feld, Lars P.:** Die Heterogenität der kommunalen Haushalts- und Aufsichtsregeln als Herausforderung im vertikalisierten Fiskalföderalismus
- 18/11 **Feld, Lars P. / Köhler, Ekkehard A. / Nientiedt, Daniel:** The German Anti-Keynes? On Walter Eucken's Macroeconomics
- 18/10 **Dathe, Uwe / Hedtke, Ulrich:** Habent sua fata professores. Joseph A. Schumpeter an Walter Eucken
- 18/09 **Feld, Lars P.:** The Quest for Fiscal Rules
- 18/08 **Pfeil, Christian F. / Feld, Lars P.:** Does the Swiss Debt Brake Induce Sound Federal Finances? A Synthetic Control Analysis
- 18/07 **Feld, Lars P.:** Zur Politischen Ökonomik der wirtschaftspolitischen Beratung: Der Sachverständigenrat als ordnungspolitisches Gewissen?
- 18/06 **Koessler, Ann-Kathrin / Torgler, Benno / Feld, Lars P. / Frey, Bruno S:** Commitment to Pay Taxes: Results from Field and Laboratory Experiments
- 18/05 **Feld, Lars P. / Köhler, Ekkehard A. / Wolfinger, Julia:** Modeling Fiscal Sustainability in Dynamic Macro-Panels with Heterogeneous Effects: Evidence From German Federal States
- 18/04 **Burret, Heiko T. / Bury, Yannick / Feld, Lars P.:** Grenzabschöpfungsraten im deutschen Finanzausgleich
- 18/03 **Vanberg, Viktor J.:** Individual Choice and Social Welfare. Theoretical Foundations of Political Economy
- 18/02 **Feld, Lars P. / Schaltegger, Christoph A. / Studerus, Janine:** Regional Risk Sharing and Redistribution – the Role of Fiscal Mechanisms in Switzerland
- 18/01 **Andritzki, Jochen / Christofzik, Désiree I. / Feld, Lars P. / Scheuring, Uwe:** A Mechanism to Regulate Sovereign Debt Restructuring in the Euro Area

2017

- 17/03 **Feld, Lars P. / Köhler, Ekkehard A. / Nientiedt, Daniel:** The “Dark Ages” of German Macroeconomics and Other Alleged Shortfalls in German Economic Thought
- 17/02 **Doerr, Annabelle:** Back to work: The Long-term Effects of Vocational Training for Female Job Returners\*
- 17/01 **Baskaran, Thushyanthan / Feld, Lars P. / Necker, Sarah:** Depressing dependence? Transfers and economic growth in the German States, 1975-2005

2016

- 16/08 **Fitzenberger, Bernd / Furdas, Marina / Sajons, Christoph:** End-of-Year Spending and the Long-Run Employment Effects of Training Programs for the Unemployed
- 16/07 **Sajons, Christoph:** Birthright Citizenship and Parental Labor Market Integration
- 16/06 **Pfeil, Christian F.:** Electoral System Change and Spending: Four Quantitative Case Studie
- 16/05 **Sajons, Christoph:** Information on the ballot, voter satisfaction and election turnout
- 16/04 **Vanberg, Viktor J.:** Social Contract vs. Invisible Hand: Agreeing to Solve Social Dilemmas
- 16/03 **Feld, Lars P. / Ruf, Martin / Schreiber, Ulrich / Todtenhaupt, Maximilian / Voget, Johannes:** Taxing Away M&A: The Effect of Corporate Capital Gains Taxes on Acquisition Activity
- 16/02 **Baskaran, Thushyanthan / Feld, Lars P. / Schnellenbach, Jan:** Fiscal Federalism, Decentralization and Economic Growth: A Meta-Analysis
- 16/01 **Burret, Heiko T. / Feld, Lars P.:** Vertical Effects of Fiscal Rules – The Swiss Experience

2015

- 15/11 **Burret, Heiko T. / Feld, Lars P. / Köhler, Ekkehard A.:** Fiscal Sustainability of the German Laender. Time Series Evidence
- 15/10 **Feld, Lars P. / Fritz, Benedikt:** The Political Economy of Municipal Amalgamation. Evidence of Common Pool Effects and Local Public Debt
- 15/9 **Burret, Heiko T. / Feld, Lars P. / Köhler, Ekkehard A.:** (Un-)Sustainability of Public Finances in German Laender. A Panel Time Series Approach
- 15/8 **Feld, Lars P. / Köhler, Ekkehard A.:** Is Switzerland an Interest Rate Island After All? Time Series and Non-Linear Switching Regime Evidence
- 15/7 **Doerr, Annabelle / Fitzenberger, Bernd:** Konzeptionelle Lehren aus der ersten Evaluationsrunde der Branchenmindestlöhne in Deutschland
- 15/6 **Vanberg, Viktor J.:** Constitutional Political Economy
- 15/5 **Vanberg, Viktor J.:** Competitive Federalism, Government’s Dual Role, and the Power to Tax
- 15/4 **Feld, Lars P. / Köhler, Ekkehard A. / Nientiedt, Daniel:** Ordoliberalism, Pragmatism and the Eurozone Crisis: How the German Tradition Shaped Economic Policy in Europe
- 15/3 **Vanberg, Viktor:** "Freiheit statt Kapitalismus?" Ein Kommentar zu Sahra Wagenknechts Buch aus Freiburger Sicht
- 15/2 **Schnellenbach, Jan:** A Constitutional Economics Perspective on Soft Paternalism
- 15/1 **Schnellenbach, Jan:** Die Politische Ökonomie des Entscheidungsdesigns: Kann Paternalismus liberal sein?

2014

- 14/8 **Schnellenbach, Jan:** Neuer Paternalismus und individuelle Rationalität: eine ordnungsökonomische Perspektive
- 14/7 **Schnellenbach, Jan:** Does Classical Liberalism Imply an Evolutionary Approach to Policy-Making?

- 14/6 **Feld, Lars P.:** James Buchanan's Theory of Federalism: From Fiscal Equity to the Ideal Political Order
- 14/5 **Reckendrees, Alfred:** Weimar Germany: the First Open Access Order that Failed
- 14/4 **Vanberg, Viktor J.:** Liberalismus und Demokratie. Zu einer vernachlässigten Seite der liberalen Denktradition
- 14/3 **Schnellenbach, Jan / Schubert, Christian:** Behavioral Public Choice: A Survey
- 14/2 **Goldschmidt, Nils / Hesse, Jan-Otmar / Kolev, Stefan:** Walter Eucken's Role in the Early History of the Mont Pèlerin Society
- 14/1 **Vanberg, Viktor J.:** Ordnungspolitik, the Freiburg School and the Reason of Rules

## 2013

- 13/14 **Wegner, Gerhard:** Capitalist Transformation Without Political Participation – German Capitalism in the First Half of the 19<sup>th</sup> Century
- 13/13 **Necker, Sarah / Voskort, Andrea:** The Evolution of Germans' Values since Reunification
- 13/12 **Biedenkopf, Kurt:** Zur ordnungspolitischen Bedeutung der Zivilgesellschaft
- 13/11 **Feld, Lars P. / Ruf, Martin / Scheuering, Uwe / Schreiber, Ulrich / Voget, Johannes:** Effects of Territorial and Worldwide Corporation Tax Systems on Outbound M&As
- 13/10 **Feld, Lars P. / Kallweit, Manuel / Kohlmeier, Anabell:** Maßnahmen zur Vermeidung von Altersarmut: Makroökonomische Folgen und Verteilungseffekte
- 13/9 **Feld, Lars P.:** Zur Bedeutung des Manifests der Marktwirtschaft oder: Das Lambsdorff-Papier im 31. Jahr.
- 13/8 **Feld, Lars P. / Köhler, Ekkehard A.:** Is Switzerland After All an Interest Rate Island?
- 13/7 **Feld, Lars P. / Necker, Sarah / Frey, Bruno S.:** Happiness of Economists
- 13/6 **Feld, Lars P. / Schnellenbach, Jan:** Political Institutions and Income (Re-)Distribution: Evidence from Developed Economies
- 13/5 **Feld, Lars P. / Osterloh, Steffen:** Is a Fiscal Capacity Really Necessary to Complete EMU?
- 13/4 **Vanberg, Viktor J.:** James M. Buchanan's Contractarianism and Modern Liberalism
- 13/3 **Vanberg, Viktor J.:** Föderaler Wettbewerb, Bürgersouveränität und die zwei Rollen des Staates
- 13/2 **Bjørnskov, Christian / Dreher, Axel / Fischer, Justina A.V. / Schnellenbach, Jan / Gehring, Kai:** Inequality and happiness: When perceived social mobility and economic reality do not match
- 13/1 **Mayer, Thomas:** Die Ökonomen im Elfenbeinturm: ratlos - Eine österreichische Antwort auf die Krise der modernen Makroökonomik und Finanztheorie

## 2012

- 12/5 **Schnellenbach, Jan:** The Economics of Taxing Net Wealth: A Survey of the Issues
- 12/4 **Goldschmidt, Nils / Hesse, Jan-Otmar:** Eucken, Hayek, and the Road to Serfdom
- 12/3 **Goldschmidt, Nils:** Gibt es eine ordoliberalen Entwicklungsidee? Walter Euckens Analyse des gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Wandels
- 12/2 **Feld, Lars P.:** Europa in der Welt von heute: Wilhelm Röpke und die Zukunft der Europäischen Währungsunion
- 12/1 **Vanberg, Viktor J.:** Hayek in Freiburg

## 2011

- 11/4 **Leuermann, Andrea / Necker, Sarah:** Intergenerational Transmission of Risk Attitudes - A Revealed Preference Approach
- 11/3 **Wohlgemuth, Michael:** The Boundaries of the State
- 11/2 **Feld, Lars P. / Köhler Ekkehard A.:** Zur Zukunft der Ordnungsökonomik

- 11/1 **Vanberg, Viktor J.:** Moral und Wirtschaftsordnung: Zu den ethischen Grundlagen einer freien Gesellschaft
- 2010
- 10/5 **Bernholz, Peter:** Politics, Financial Crisis, Central Bank Constitution and Monetary Policy
- 10/4 **Tietmeyer, Hans:** Soziale Marktwirtschaft in Deutschland - Entwicklungen und Erfahrungen
- 10/3 **Vanberg, Viktor J.:** Freiheit und Verantwortung: Neurowissenschaftliche Erkenntnisse und ordnungsökonomische Folgerungen
- 10/2 **Vanberg, Viktor J.:** Competition among Governments: The State's Two Roles in a Globalized World
- 10/1 **Berghahn, Volker:** Ludwig Erhard, die Freiburger Schule und das 'Amerikanische Jahrhundert'
- 2009
- 09/10 **Dathe, Uwe:** Walter Euckens Weg zum Liberalismus (1918-1934)
- 09/9 **Wohlgemuth, Michael:** Diagnosen der Moderne: Friedrich A. von Hayek
- 09/8 **Bernhardt, Wolfgang:** Wirtschaftsethik auf Abwegen
- 09/7 **Mäding, Heinrich:** Raumplanung in der Sozialen Marktwirtschaft: Ein Vortrag
- 09/6 **Koenig, Andreas:** Verfassungsgerichte in der Demokratie bei Hayek und Posner
- 09/5 **Berthold, Norbert / Brunner, Alexander:** Gibt es ein europäisches Sozialmodell?
- 09/4 **Vanberg, Viktor J.:** Liberal Constitutionalism, Constitutional Liberalism and Democracy
- 09/3 **Vanberg, Viktor J.:** Consumer Welfare, Total Welfare and Economic Freedom – On the Normative Foundations of Competition Policy
- 09/2 **Goldschmidt, Nils:** Liberalismus als Kulturideal. Wilhelm Röpke und die kulturelle Ökonomik.
- 09/1 **Bernhardt, Wolfgang:** Familienunternehmen in Zeiten der Krise – Nachhilfestunden von oder für Publikumsgesellschaften?
- 2008
- 08/10 **Borella, Sara:** EU-Migrationspolitik. Bremse statt Motor der Liberalisierung.
- 08/9 **Wohlgemuth, Michael:** A European Social Model of State-Market Relations: The ethics of competition from a „neo-liberal“ perspective.
- 08/8 **Vanberg, Viktor J.:** Markt und Staat in einer globalisierten Welt: Die ordnungsökonomische Perspektive.
- 08/7 **Vanberg, Viktor J.:** Rationalität, Regelbefolgung und Emotionen: Zur Ökonomik moralischer Präferenzen. Veröffentlicht in: V. Vanberg: Wettbewerb und Regelordnung, Tübingen: Mohr, 2008, S. 241-268.
- 08/6 **Vanberg, Viktor J.:** Die Ethik der Wettbewerbsordnung und die Versuchungen der Sozialen Marktwirtschaft
- 08/5 **Wohlgemuth, Michael:** Europäische Ordnungspolitik
- 08/4 **Löwisch, Manfred:** Staatlicher Mindestlohn rechtlich gesehen – Zu den gesetzgeberischen Anstrengungen in Sachen Mindestlohn
- 08/3 **Ott, Notburga:** Wie sichert man die Zukunft der Familie?
- 08/2 **Vanberg, Viktor J.:** Schumpeter and Mises as 'Austrian Economists'
- 08/1 **Vanberg, Viktor J.:** The 'Science-as-Market' Analogy: A Constitutional Economics Perspective.
- 2007
- 07/9 **Wohlgemuth, Michael:** Learning through Institutional Competition. Veröffentlicht in: A. Bergh und R. Höijer (Hg.). Institutional Competition, Cheltenham: Edward Elgar, 2008, S. 67-89.
- 07/8 **Zweynert, Joachim:** Die Entstehung ordnungsökonomischer Paradigmen – theoriegeschichtliche Betrachtungen.
- 07/7 **Körner, Heiko:** Soziale Marktwirtschaft. Versuch einer pragmatischen Begründung.

- 07/6 **Vanberg, Viktor J.:** Rational Choice, Preferences over Actions and Rule-Following Behavior.
- 07/5 **Vanberg, Viktor J.:** Privatrechtsgesellschaft und ökonomische Theorie. Veröffentlicht in: K. Riesenhuber (Hg.) Privatrechtsgesellschaft – Entwicklung, Stand und Verfassung des Privatrechts, Tübingen: Mohr Siebeck, 2008, S. 131-162.
- 07/4 **Goldschmidt, Nils / Rauchenschwandtner, Hermann:** The Philosophy of Social Market Economy: Michel Foucault's Analysis of Ordoliberalism.
- 07/3 **Fuest, Clemens:** Sind unsere sozialen Sicherungssysteme generationengerecht?
- 07/2 **Pelikan, Pavel:** Public Choice with Unequally Rational Individuals.
- 07/1 **Voßwinkel, Jan:** Die (Un-)Ordnung des deutschen Föderalismus. Überlegungen zu einer konstitutionenökonomischen Analyse.
- 2006
- 06/10 **Schmidt, André:** Wie ökonomisch ist der „more economic approach“? Einige kritische Anmerkungen aus ordnungsökonomischer Sicht.
- 06/9 **Vanberg, Viktor J.:** Individual Liberty and Political Institutions: On the Complementarity of Liberalism and Democracy. Veröffentlicht in: Journal of Institutional Economics, Vol. 4, Nr. 2, 2008, S. 139-161.
- 06/8 **Goldschmidt, Nils:** Ein „sozial temperierter Kapitalismus“? – Götz Briefs und die Begründung einer sozialetisch fundierten Theorie von Markt und Gesellschaft. Veröffentlicht in: Freiburger Universitätsblätter 42, Heft 173, 2006, S. 59-77.
- 06/7 **Wohlgemuth, Michael / Brandi, Clara:** Strategies of Flexible Integration and Enlargement of the European Union. A Club-theoretical and Constitutional Economics Perspective. Veröffentlicht in: Varwick, J. / Lang, K.O. (Eds.): European Neighbourhood Policy, Opladen: Budrich, 2007, S. 159-180.
- 06/6 **Vanberg, Viktor J.:** Corporate Social Responsibility and the “Game of Catallaxy”: The Perspective of Constitutional Economics. Veröffentlicht in: Constitutional Political Economy, Vol. 18, 2007, S. 199-222.
- 06/5 **Pelikan, Pavel:** Markets vs. Government when Rationality is Unequally Bounded: Some Consequences of Cognitive Inequalities for Theory and Policy.
- 06/4 **Goldschmidt, Nils:** Kann oder soll es Sektoren geben, die dem Markt entzogen werden und gibt es in dieser Frage einen (unüberbrückbaren) Hiatus zwischen ‚sozialetischer‘ und ‚ökonomischer‘ Perspektive? Veröffentlicht in: D. Aufderheide, M. Dabrowski (Hrsg.): Markt und Wettbewerb in der Sozialwirtschaft. Wirtschaftsethische Perspektiven für den Pflegesektor, Berlin: Duncker & Humblot 2007, S. 53-81.
- 06/3 **Marx, Reinhard:** Wirtschaftsliberalismus und Katholische Soziallehre.
- 06/2 **Vanberg, Viktor J.:** Democracy, Citizen Sovereignty and Constitutional Economics. Veröffentlicht in: Constitutional Political Economy Volume 11, Number 1, März 2000, S. 87-112 und in: Casas Pardo, J., Schwartz, P.(Hg.): Public Choice and the Challenges of Democracy, Cheltenham: Edward Elgar, 2007, S. 101-120.
- 06/1 **Wohlgemuth, Michael:** Demokratie und Marktwirtschaft als Bedingungen für sozialen Fortschritt. Veröffentlicht in: R. Clapham, G. Schwarz (Hrsg.): Die Fortschrittsidee und die Marktwirtschaft, Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung 2006, S. 131-162.
- 2005
- 05/13 **Kersting, Wolfgang:** Der liberale Liberalismus. Notwendige Abgrenzungen. In erweiterter Fassung veröffentlicht als: Beiträge zur Ordnungstheorie und Ordnungspolitik Nr. 173, Tübingen: Mohr Siebeck 2006.
- 05/12 **Vanberg, Viktor J.:** Der Markt als kreativer Prozess: Die Ökonomik ist keine zweite Physik. Veröffentlicht in: G. Abel (Hrsg.): Kreativität. XX. Deutscher Kongress für Philosophie. Kolloquiumsbeiträge, Hamburg: Meiner 2006, S. 1101-1128.
- 05/11 **Vanberg, Viktor J.:** Marktwirtschaft und Gerechtigkeit. Zu F.A. Hayeks Kritik am Konzept der „sozialen Gerechtigkeit“. Veröffentlicht in: Jahrbuch Normative und institutionelle Grundfragen der

Ökonomik, Bd. 5: „Soziale Sicherung in Marktgesellschaften“, hrsg. von M. Held, G. Kubon-Gilke, R. Sturm, Marburg: Metropolis 2006, S. 39-69.

- 05/10 Goldschmidt, Nils:** Ist Gier gut? Ökonomisches Selbstinteresse zwischen Maßlosigkeit und Bescheidenheit. Veröffentlicht in: U. Mummert, F.L. Sell (Hrsg.): Emotionen, Markt und Moral, Münster: Lit 2005, S. 289-313.
- 05/9 Wohlgemuth, Michael:** Politik und Emotionen: Emotionale Politikgrundlagen und Politiken indirekter Emotionssteuerung. Veröffentlicht in: U. Mummert, F.L. Sell (Hrsg.): Emotionen, Markt und Moral, Münster: Lit 2005, S. 359-392.
- 05/8 Müller, Klaus-Peter / Weber, Manfred:** Versagt die soziale Marktwirtschaft? – Deutsche Irrtümer.
- 05/7 Borella, Sara:** Political reform from a constitutional economics perspective: a hurdle-race. The case of migration politics in Germany.
- 05/6 Körner, Heiko:** Walter Eucken – Karl Schiller: Unterschiedliche Wege zur Ordnungspolitik.
- 05/5 Vanberg, Viktor J.:** Das Paradoxon der Marktwirtschaft: Die Verfassung des Marktes und das Problem der „sozialen Sicherheit“. Veröffentlicht in: H. Leipold, D. Wentzel (Hrsg.): Ordnungsökonomik als aktuelle Herausforderung, Stuttgart: Lucius & Lucius 2005, S. 51-67.
- 05/4 Weizsäcker, C. Christian von:** Hayek und Keynes: Eine Synthese. In veränderter Fassung veröffentlicht in: ORDO, Bd. 56, 2005, S. 95-111.
- 05/3 Zweynert, Joachim / Goldschmidt, Nils:** The Two Transitions in Central and Eastern Europe and the Relation between Path Dependent and Politically Implemented Institutional Change. In veränderter Fassung veröffentlicht in: Journal of Economic Issues, Vol. 40, 2006, S. 895-918.
- 05/2 Vanberg, Viktor J.:** Auch Staaten tut Wettbewerb gut: Eine Replik auf Paul Kirchhof. Veröffentlicht in: ORDO, Bd. 56, 2005, S. 47-53.
- 05/1 Eith, Ulrich / Goldschmidt, Nils:** Zwischen Zustimmungsfähigkeit und tatsächlicher Zustimmung: Kriterien für Reformpolitik aus ordnungsökonomischer und politikwissenschaftlicher Perspektive. Veröffentlicht in: D. Haubner, E. Mezger, H. Schwengel (Hrsg.): Agendasetting und Reformpolitik. Strategische Kommunikation zwischen verschiedenen Welten, Marburg: Metropolis 2005, S. 51-70.

**Eine Aufstellung über weitere Diskussionspapiere ist auf der Homepage des Walter Eucken Instituts erhältlich.**