Gestundete Zeit

Das Pandemic Emergency Purchase Programme der EZB

Matthias Goldmann

27.03.2020 doi: 10.17176/20200328-002838-0

Christine Lagarde verband die Ankündigung ihres ersten, moderaten Rettungspakets mit der Aufforderung an die Mitgliedstaaten, fiskalische Hilfen bereitzustellen. Die Märkte scheinen sich das Vertrauen in die Fiskalpolitik indessen abgewöhnt zu haben. Da starke geldpolitische Signale zunächst ausblieben, ging die Talfahrt weiter, bis Lagarde im zweiten Versuch in die Fußstapfen ihres Vorgängers trat und die Schleusen öffnete. Dieses Mal wartete sie nicht, ob sich die Euro-Finanzminister auf gemeinschaftliche fiskalische Maßnahmen wie die von Italien, Frankreich und Spanien geforderten Corona-Bonds verständigen würden (sie haben es bisher nicht geschafft). Für diese Tapferkeit vor dem Freund verdient sie Respekt und Auszeichnung.

Das Besondere an dem neuen Paket namens PEPP – Pandemic Emergency Purchase Programme ist weniger das Volumen, welches sich mit 750 Milliarden nur auf ungefähr das halbe derzeitige Volumen des in Karlsruhe rechtlich umkämpften PSPP – Public Sector Asset Purchase Programmes beläuft. Diskussionsstoff halten eher die gestern im Detail veröffentlichten Konditionen des neuen PEPP bereit. Demnach stellt PEPP ein Hybrid zwischen dem altbekannten OMT-Programm und PSPP dar. Grundsätzlich sollen die Käufe wie bei PSPP auf die Mitgliedstaaten gemäß dem Kapitalschlüssel verteilt werden. Andererseits gestattet Art. 5 Abs. 2 des PEPP-Beschlusses eine flexible Anwendung dieses Maßstabs. Das bedeutet, dass die EZB zumindest vorübergehend öffentlich oder privat emittierte Wertpapiere aus besonders betroffenen Mitgliedstaaten über das dem Kapitalschlüssel entsprechende Volumen hinaus erwerben darf. Damit wäre eine Asymmetrie wie beim OMT-Programm gegeben, welche allerdings nunmehr nicht an die Existenz eines ESM-Programms und entsprechender Konditionalitäten geknüpft ist. Außerdem setzt die EZB auch die von PSPP ausgenommenen griechische Staatsanleihen auf ihre Einkaufsliste und kippt die selbst auferlegte Beschränkung, niemals eine Sperrminorität einer Anleihe zu erwerben, die sie bei einer Restrukturierung zum Zünglein an der Waage machen würde. Schließlich spricht sich die EZB Flexibilität bei der Gestaltung des PEPP-Portfolios zu. Auf eine prozentuale Beschränkung für einzelne Wertpapierkategorien wie Staatsanleihen lässt sie sich nicht ein.

Um es bildlich auszudrücken: Würde ich meinen dreijährigen Sohn bitten, seinem Konsum von „Peppa Wutz“-Videos während der Schließung des Kindergartens selbst Grenzen zu ziehen, käme wahrscheinlich ein entsprechender Vorschlag heraus. Nun sollte man im Unterschied zu gewissen Ayatollahs des Monetarismus die Europäischen Verträge nicht mit einem Erziehungsratgeber verwechseln. Dennoch scheint es angebracht, die Rechtmäßigkeit des neuen PEPP-Programms etwas genauer anzuschauen. Welches Glück, dass das Bundesverfassungsgericht sein Urteil über PSPP einstweilen noch verschieben konnte.

Nach dem *Gauweiler*-Urteil bedürfen Maßnahmen der EZB einer geldpolitischen Zielsetzung, müssen sich geldpolitischer Instrumente bedienen und verhältnismäßig sein; ferner muss ein Verstoß gegen Artikel 123 AEUV ausgeschlossen werden. Die EZB definiert für PEPP ihrem Mandat entsprechend eine ausschließlich geldpolitische Zielsetzung. Es gelte, die Preisstabilität sowie die Effektivität der Geldpolitik sicherzustellen. Dass die Krise eine Rezession und somit eine Gefahr für die Preisstabilität darstellt, dürfte kaum zu bezweifeln sein. Außerdem betrifft sie nicht den gesamten Euro-Raum gleichermaßen; die Mitgliedstaaten folgen vielmehr ihrem jeweils eigenen Takt, entsprechend der Weitsicht ihrer Regierungen,

der Einsichtsfähigkeit ihrer Bürger und des Zustands ihres Gesundheitswesens. Wenn das Geschäftsleben nicht überall gleichermaßen brachliegt, erscheint es plausibel, dass die Transmission der Geldpolitik nicht im gesamten Euro-Raum gleich effektiv sein kann.

Die EZB setzt PEPP ferner durch ausschließlich geldpolitische Instrumente um. Deren Verhältnismäßigkeit dürfte angesichts der Dimension der Krise keine gravierenden Fragen aufwerfen. Das Volumen von 750 Milliarden erscheint zwar im Vergleich zu fiskalpolitischen Paketen sehr hoch. So belaufen sich die Garantien für den ESM auf lediglich 700 Milliarden. Allerdings ist das Insolvenzrisiko für Zentralbanken weitaus geringer als für den Fiskus. Der Magen der Zentralbank kann Verluste gut vertragen, so lange das Vertrauen in das von ihr emittierte Geld fortbesteht. Dem Fiskus fehlt es dagegen an der Lizenz zum Gelddrucken.

Dies ruft jedoch Artikel 123 AEUV auf den Plan. Zwar ist Geldpolitik nicht ohne fiskalpolitische Nebenwirkungen zu haben, sie sind wie siamesische Zwillinge. Doch selbst die beste Geldpolitik muss sich gegen den Vorwurf verteidigen können, es handle sich um versteckte Staatsfinanzierung. In der Rechtsprechung hat sich dafür als entscheidend herauskristallisiert, ob die Ausgestaltung des Programms das geldpolitische Ziel konterkariert. In dieser Hinsicht dürfte es noch spannend werden.

Ein entscheidendes Kriterium für die Vereinbarkeit geldpolitischer Maßnahmen mit Art. 123 AEUV ist nach den EuGH-Entscheidungen in *Gauweiler* und *Weiss*, dass die Emittenten nicht mit Gewissheit davon ausgehen können, ihre Papiere schon an die EZB loszuwerden. Bei PSPP bestimmt die EZB zu diesem Zweck gewisse Sperrfristen für den Ankauf von neu emittierten Papieren, deren Geheimnis sie wohl hütet. Eine solche Vorsichtsmaßnahme erübrigt sich aber im Rahmen von PEPP, da ja die Zusammensetzung des Portfolios weder nach der Art der zu erwerbenden Wertpapiere noch nach deren geographischer Herkunft von vorn herein feststeht. Die Unsicherheit ist also wesentlich größer als bei PSPP und auch bei OMT. Selbst wenn die EZB monatlich Transparenz über die Nettokäufe herstellen muss, dürften künftige Käufe vom Verlauf der Krise bestimmt werden, nicht von finanzpolitisch getriebenen Algorithmen, die für die Marktteilnehmer zu ermitteln wären. Ohnehin ist die Finanzierungssicherheit der Emittenten bei den kurzfristigen Anleihen, die im Zentrum von PEPP stehen sollen, deutlich geringer als bei langfristigen Papieren.

Die Flexibilität der EZB bei der Ausgestaltung des PEPP-Portfolios macht auch die Begrenzung der Ankäufe auf den eine Sperrminorität gerade noch verfehlenden Teil einer Emission hinfällig. Selbst wenn die EZB alle Anleihen einer Emission komplett erwirbt, wäre dies für die Emittenten nicht vorhersehbar. So bleibt lediglich die Frage, wie sich die EZB verhalten sollte, wenn ein Mitgliedstaat eine Schuldenrestrukturierung anstrebt. Ist sie gemäß Artikel 123 AEUV gehalten, die Restrukturierung einer Anleihe gegebenenfalls zu verhindern? In *Gauweiler* (Rn. 125) verwies der EuGH auf die Tatsache, dass Geldpolitik ohne finanzielles Risiko für die Zentralbank nicht zu haben ist. Allein die Insolvenz von Lehman Brothers verursachte bei der Bundesbank vorübergehende Verluste von 8 Milliarden. Sollte die Schuldentragfähigkeit eines Mitgliedstaats, deren Ermittlung einer umstrittenen, aber gut etablierten Praxis folgt, eine Restrukturierung erfordern, ist dieser daher zuzustimmen. Geldpolitik darf Fiskalpolitik nicht konterkarieren.

Was ist aber mit der Aufhebung aller Vorsicht beim Ankauf griechischer Staatsanleihen? Ist es nicht gerade Kennzeichen von Geldpolitik, dass die für frische Euros hingegebenen Wertpapiere gewissen Anforderungen genügen müssen? Eine mögliche Antwort hierauf liefert die gegenüber PSPP unterschiedliche Zielsetzung von PEPP. PEPP reagiert auf wirtschaftlichen Folgen einer Gesundheitskrise, nicht auf eine Finanz- und Staatsschuldenkrise. Wenn die EZB in einer Staatsschuldenkrise unsichere Staatsanleihen aufkauft, macht sie sich der Ursachenbekämpfung schuldig. Will sie nur die Deflation bekämpfen, darf sie Griechenland grundsätzlich nicht bevorzugen. Will die EZB aber auf eine Gesundheitskrise reagieren, die Griechenland gleichermaßen betrifft, darf sie es nicht unangemessen benachteiligen. Auch im Rahmen von Artikel 123 AEUV bestimmen sich die Grenzen der

Geldpolitik daher nicht absolut, sondern nach dem Verhältnis der Ziele zur Ausgestaltung des Programms.

So bleibt nur noch die Frage nach möglichen asymmetrischen Käufen, ohne dass das betroffene Land einem Strukturanpassungsprogramm im Rahmen des ESM unterliegt. Im *Gauweiler*-Fall maß der EuGH (Rn. 120) und noch mehr das Bundesverfassungsgericht (Rn. 193) diesem Umstand durchaus Gewicht bei und verschärfte damit einmal mehr die Konstitutionalisierung der Austerität. Doch dürfte die Asymmetrie im Rahmen von PEPP nur vorübergehend sein. Darüber hinaus nutzten Kommission und Rat die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehene Allgemeine Ausnahmeklausel, um die Stabilitätskriterien auszusetzen (Art. 2 Abs. 2 der VO 1467/97). Es wäre widersinnig, wenn die Geldpolitik der EZB der Fiskalpolitik diametral widersprechen würde, zumal die EZB zumindest in zweiter Linie auch die Wirtschaftspolitik zu unterstützen hat.

Der Rechtmäßigkeit von PEPP scheint damit nichts entgegen zu stehen. Kennt also Not kein Gebot? Nein. Zunächst ist gerade in Zeiten größter Not der Gleichlauf von Geld- und Fiskalpolitik kein Zeichen mangelnder Disziplin, sondern praktischer Vernunft. Je mehr sie an einem Strang ziehen, desto erfolgreicher lässt sich die Krise bewältigen. Dies bedeutet keine Entbindung von den geldpolitischen Vorgaben des AEUV. Vielmehr hat die EZB das ihr selbst zugestandene Ermessen bei der Umsetzung von PEPP vertragskonform, also nach geldpolitischen Kriterien auszuüben. Da sie über ihre Ankäufe Rechenschaft ablegen muss, lässt sich dies zumindest im Nachhinein einigermaßen überprüfen. Mithin täte die Rechtsprechung gut daran, die EZB an ihren Taten statt an ihren Ankündigungen zu messen.

Die rechtliche Unbedenklichkeit von PEPP befreit natürlich nicht von der Frage nach dem wirtschaftlichen Sinn einer erneut auf Geldpolitik fokussierten Strategie. Fiskalpolitik ist gekaufte Zeit, Geldpolitik stundet die Zeit nur auf Widerruf. Sie pumpt Kredite in die Wirtschaft. Ob diese jemals zu Investitionen führen, ist ungewiss. Auch nützt Geldpolitik unmittelbar vor allem den Kapitalmärkten. Private und Kleinunternehmen geben keine Wertpapiere aus. Ob sie Kredite erhalten, hängt von den Banken ab. Es spricht einiges dafür, dass diese einen Teil der Liquidität behalten, um sich für die absehbare Insolvenzwelle zu wappnen. Auch ändert die Geldpolitik nichts an den für die Kreditvergabe wichtigen Kapitalanforderungen.

Geldpolitik nützt also vor allem denjenigen, die schon haben. Nur Fiskalpolitik hätte die Chance, die notwendige Transformation der europäischen Wirtschaft im Zuge von Klimawandel und Digitalisierung aktiv voranzutreiben. Dafür braucht es den Staat; der Markt schafft dies nicht alleine. Geldpolitik ist jedoch abhängig vom Markt. Wenn der Markt auf Überwinterung schaltet, zementiert sie lediglich den status quo. Das alles sollte durchaus jetzt schon bedacht werden, denn es ist für die langfristige Bewältigung der Krise und der damit verbundenen Rezession entscheidend. Wenn das Trommelfeuer verstummt, wird die auf Widerruf gestundete Zeit am Horizont sichtbar.

Dieser Artikel ist auch in englischer Sprache erschienen.

This article has also been published in English.

AUTOR*IN

Matthias Goldmann

Prof. Dr. Matthias Goldmann ist Professor für internationales Recht an der EBS-Universität in Wiesbaden und wissenschaftlicher Referent am Max-Planck-Institut für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht in Heidelberg.

EMPFOHLENE ZITATION

Goldmann, Matthias: Gestundete Zeit: Das Pandemic Emergency Purchase Programme der EZB, Verfassungsblog, 27.03.2020, doi: 10.17176/20200328-002838-0.

Lizensiert unter CC BY-SA 4.0.

Langzeitarchiviert bei IntRechtDok unter: doi.org/10.17176/20200328-002838-0.