

## Antwort

### der Bundesregierung

**auf die Kleine Anfrage der Abgeordneten Frank Schäffler, Christian Dürr,  
Dr. Florian Toncar, weiterer Abgeordneter und der Fraktion der FDP  
– Drucksache 19/21717 –**

### **Verhältnismäßigkeit des Pandemie-Notfallankaufprogramms PEPP**

#### Vorbemerkung der Fragesteller

Der Zweite Senat des Bundesverfassungsgerichts hat mehreren Verfassungsbeschwerden gegen das Staatsanleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB; Public Sector Purchase Programme, PSPP) stattgegeben. Das Bundesverfassungsgericht kommt darin unter anderem zu dem Schluss, dass die unbedingte Verfolgung des mit dem PSPP angestrebten währungspolitischen Ziels, eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 Prozent zu erreichen, unter Ausblendung der mit dem Programm verbundenen wirtschaftspolitischen Auswirkungen, den Grundsatz der Verhältnismäßigkeit missachte. Die Bundesregierung und der Deutsche Bundestag haben auf eine Verhältnismäßigkeitsprüfung durch die EZB hinzuwirken. Diese muss unter anderem die Auswirkungen des PSPP auf den Bankensektor adressieren sowie „das Risiko von Immobilien- und Aktienblasen sowie ökonomische und soziale Auswirkungen auf nahezu alle Bürgerinnen und Bürger, die etwa als Aktionäre, Mieter, Eigentümer von Immobilien, Sparer und Versicherungsnehmer jedenfalls mittelbar betroffen sind. So ergeben sich etwa für Sparvermögen deutliche Verlustrisiken. Unmittelbar damit verbunden sind Auswirkungen auf die (private) Altersvorsorge und deren Rentabilität.“ (BVerfG, Urteil des Zweiten Senats vom 5. Mai 2020 – 2 BvR 859/15 –, Rn. 173).

Die Wissenschaftlichen Dienste des Deutschen Bundestages kommen in einem Gutachten zu dem Schluss, dass „die Beobachtungs- und Befassungspflicht des Deutschen Bundestages sich nicht auf das PSPP beschränken, sondern sämtliche geldpolitischen Entscheidungen im ESZB [Europäisches System der Zentralbanken] umfassen.“ (vgl. <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/ezb-unter-verschaerfter-beobachtung-16759125.html>).

Der EZB-Rat hat ein umfassendes neues Programm zum Ankauf staatlicher und privater Anleihen (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) beschlossen. Es umfasste zunächst ein Volumen von 750 Mrd. Euro und wurde am 4. Juni 2020 um 600 Mrd. Euro auf insgesamt 1 350 Mrd. Euro bis Ende Juni 2021 aufgestockt (vgl. <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/geldpolitik/geldpolitische-wertpapierankauefe/pandemic-emergency-purchase-programme-pepp--830356>).

1. Welche Konsequenzen aus dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts sieht die Bundesregierung für andere Programme der EZB (insbesondere für PEPP, welches nicht ausdrücklich Gegenstand der Entscheidung war)?

Das Bundesverfassungsgericht hat ausdrücklich festgestellt, dass sich das Urteil nicht auf aktuelle geldpolitische Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) – wie zum Beispiel das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) – bezieht, sondern auf das Public Sector Purchase Programme (PSPP). Soweit das Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil insbesondere Begründungs- und Abwägungsanforderungen allgemeiner Natur aufgestellt hat, werden diese aber durch die Bundesregierung auch bei anderen Ankaufprogrammen im Rahmen der Integrationsverantwortung laufend beobachtet und überprüft – allerdings naturgemäß insbesondere vor dem Hintergrund der jeweils programmspezifischen geldpolitischen Zielsetzung und damit des jeweiligen makroökonomischen Umfelds.

2. Welcher Unterschied zwischen PSPP und PEPP spricht aus Sicht der Bundesregierung angesichts der Ausführungen des Bundesverfassungsgerichts im oben zitierten Urteil ggf. dafür bzw. dagegen, PEPP im Unterschied zu PSPP als verhältnismäßig zu beurteilen?

Wie in der Antwort zu Frage 1 dargestellt, muss die Beurteilung einer Maßnahme auch vor dem Hintergrund der jeweils programmspezifischen geldpolitischen Zielsetzung und damit des jeweiligen makroökonomischen Umfelds erfolgen.

Zum PSPP ist der Deutsche Bundestag am 2. Juli 2020 im Einklang mit der zuvor mit Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen übermittelten Einschätzung zur Schlussfolgerung gekommen, dass die Darlegung der EZB zur Durchführung einer Verhältnismäßigkeitsprüfung nachvollziehbar ist. Bezüglich des PEPP sind die vom EZB-Rat bisher vorgenommenen Verhältnismäßigkeitsprüfungen, wonach die mit dem PEPP angestrebten währungspolitischen Ziele nicht außer Verhältnis zu den damit verbundenen wirtschafts- und fiskalpolitischen Auswirkungen stehen, aus Sicht der Bundesregierung vom EZB-Rat nachvollziehbar dargelegt worden.

3. Hat der EZB-Rat nach Ansicht der Bundesregierung bei PEPP von Anfang an, also schon beim ersten PEPP-Beschluss am 18. März 2020 über 750 Mrd. Euro (<https://www.bundesbank.de/resource/blob/828904/591625/bfff8265ae12bf5210b061f0d2/mL/2020-03-18-pepp-download.pdf>), eine hinreichende Verhältnismäßigkeitsprüfung vorgenommen?
  - a) Wenn ja, aus welchen der Bundesregierung wann zugegangenen Dokumenten ergibt sich dies?
  - b) Wenn ja, wann hat die Bundesregierung in welcher Form die verfassungsrechtliche Adäquanz der PEPP-Verhältnismäßigkeitsprüfung überprüft?
  - c) Wenn nein, hat der EZB-Rat nach Ansicht der Bundesregierung zu einem späteren Zeitpunkt eine hinreichende Verhältnismäßigkeitsprüfung vorgenommen?

Aus welchen der Bundesregierung wann zugegangenen Dokumenten ergibt sich dies?

4. Hat der EZB-Rat nach Ansicht der Bundesregierung bei der Aufstockung von PEPP am 4. Juni 2020 auf 1 350 Mrd. Euro (<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.de.html>) eine hinreichende Verhältnismäßigkeitsprüfung vorgenommen?

- a) Wenn ja, aus welchen der Bundesregierung wann zugegangenen Dokumenten ergibt sich dies?
- b) Wenn ja, wann hat die Bundesregierung in welcher Form die verfassungsrechtliche Adäquanz der Verhältnismäßigkeitsprüfung des erweiterten PEPP überprüft?
- c) Wenn nein, hat der EZB-Rat nach Ansicht der Bundesregierung zu einem späteren Zeitpunkt eine hinreichende Verhältnismäßigkeitsprüfung vorgenommen?

Aus welchen der Bundesregierung wann zugegangenen Dokumenten ergibt sich dies?

5. Hat die Bundesregierung bzw. die Bundesbank bereits erste Erkenntnisse zu der Verhältnismäßigkeit von PEPP gesammelt bzw. von der EZB übermittelt bekommen?

Wenn ja, mit welchem Ergebnis?

Die Fragen 3 bis 5 werden zusammen beantwortet.

Eine nachvollziehbare Verhältnismäßigkeitsprüfung des EZB-Rats bei den Beschlüssen zum PEPP vom 18. März 2020 und vom 4. Juni 2020 lässt sich den Beschlüssen sowie den Pressemitteilungen am jeweiligen Datum entnehmen. Die Beschlüsse werden zudem durch die Zusammenfassungen der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rates sowie durch die einleitenden Bemerkungen der EZB-Präsidentin Lagarde zur Pressekonferenz am 4. Juni 2020 und die Antworten auf die Fragen der Presse näher erläutert. Die Bewertung der Notwendigkeit, Angemessenheit und Verhältnismäßigkeit des PEPP ist auch Gegenstand öffentlich zugänglicher Präsentationen einzelner EZB-Direktoriumsmitglieder wie z. B. EZB-Direktoriumsmitglied Professor Dr. Isabel Schnabel (<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200627~6009be389f.en.html>).

Sämtliche Dokumente sind auf der Webseite der EZB veröffentlicht.

In Ausübung der Integrationsverantwortung nimmt die Bundesregierung ihre Beobachtungspflicht in Hinblick auf die Einhaltung des Integrationsprogramms durch die EU-Einrichtungen kontinuierlich wahr. Hinsichtlich empirischer Evidenz der Wirkungsweise des PEPP nach drei Monaten verweist die Bundesregierung auf die ebenfalls auf der EZB-Webseite veröffentlichte Präsentation von EZB-Ratsmitglied Philipp Lane: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200622~14c4269b9e.en.html>.

6. Welche Auswirkungen von PEPP auf den Bankensektor hat die Bundesregierung bereits identifiziert?

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Bundesregierung?

Zu den isolierten Auswirkungen des PEPP auf den Bankensektor liegen keine Erkenntnisse vor, da sich diese nicht hinreichend von anderen Einflussfaktoren abgrenzen lassen. Dies gilt angesichts der weit reichenden und außergewöhnlichen wirtschaftlichen Auswirkungen der Pandemie und in Verbindung mit der hohen Unsicherheit über die weitere Entwicklung in der aktuellen Situation in besonderem Maße.

7. Welche Auswirkungen von PEPP auf das Risiko von Immobilien- und Aktienblasen hat die Bundesregierung bereits identifiziert?

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Bundesregierung?

Grundsätzlich gilt, dass die Bewertungsniveaus an Aktien- und Immobilienmärkten einer Vielzahl von Einflüssen unterliegen. Das PEPP ist nur einer von vielen Faktoren, dessen Einfluss nicht isoliert bestimmt werden kann (siehe Antwort zu Frage 6). Zu Einflussfaktoren auf Aktienmärkten führte der Ausschuss für Finanzstabilität (AFS) bereits in seinem Jahresbericht 2015 Folgendes aus: „Die niedrigen Zinsen und die reichliche Liquidität beförderten einen deutlichen Anstieg der Kurse an den internationalen Aktienmärkten. [...] Unter Berücksichtigung umfassenderer Bewertungsmodelle ergab sich für den Berichtszeitraum aber noch kein Bild einer klaren Überbewertung an den europäischen Aktienmärkten. Aufgrund der dynamischen Entwicklung gegen Ende des Berichtszeitraums ist es erforderlich, die Aktienmärkte weiter zu beobachten, zumal in einem anhaltenden Umfeld niedriger Zinsen die Gefahr von Überbewertungen steigt.“ Die AFS-Berichte der Jahre 2016 bis 2020 zeigen keine wesentliche Veränderung dieser Risikoeinschätzung. Bezüglich des Immobilien- und Mietsektors wird auf die Beantwortung der Frage 9 verwiesen.

8. Welche Auswirkungen von PEPP für (die Verlustrisiken von) Sparvermögen und die damit verbundene (private) Altersvorsorge hat die Bundesregierung bereits identifiziert?

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Bundesregierung?

Der tendenzielle Rückgang des Zinsniveaus setzte bereits in den 1980er Jahren ein und ist in nahezu allen entwickelten Volkswirtschaften zu beobachten. Das PEPP ist nur einer von vielen Faktoren, dessen Einfluss nicht isoliert bestimmt werden kann. Zu bedeutenden Einflussfaktoren zählen Veränderungen struktureller Faktoren wie unter anderem die demografische Entwicklung und eine gestiegene Nachfrage nach sicheren Anlageformen.

9. Welche Auswirkungen von PEPP auf die Preise von Immobilien und auf Mieten hat die Bundesregierung bereits identifiziert?

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Bundesregierung?

Es liegen bislang keine Ergebnisse vor, die einen direkten Effekt des PEPP auf die Preise für Wohnimmobilien oder Mieten aufzeigen.

10. Welche Auswirkungen von PEPP auf die Konjunktur hat die Bundesregierung bereits identifiziert?

Welche Konsequenzen ergeben sich daraus für die Bundesregierung?

Nach Artikel 127 (1) und Artikel 282 (2) des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) ist es das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), die Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Das PEPP zielt im Pandemiekontext darauf ab, jene makroökonomischen Bedingungen über Anlageklassen und Mitgliedstaaten des Euroraums hinweg zu schaffen, die eine reibungslose Transmission geldpolitischer Impulse gewährleisten und im Ergebnis dazu beitragen, dass die Inflation im Projektionszeitraum wieder auf ihren vor COVID-19 verzeichneten Pfad zurückkehrt. Ein funktionierender geldpolitischer Transmissionsmechanismus ist Teil der Rahmenbedingungen für eine wirtschaftliche Erholung.