

Europäische Zentralbank

Martin Selmayr*

Zuversicht, Beständigkeit und Vorsicht. Diese Eigenschaften waren 2017 mehr denn je von der Europäischen Zentralbank (EZB) gefordert, wie EZB-Präsident Mario Draghi in seinen Reden und Pressekonferenzen wiederholt bekräftigte. Trotz der wirtschaftlichen Wiederbelebung war besonders die erste Jahreshälfte von Volatilität geprägt. Neben Terroranschlägen in Stockholm, London und Barcelona sowie der wieder aufflammenden Nordkorea-Krise dämpften die Nachwirkungen des annus horribilis 2016 die Finanzierungsbedingungen. So verunsicherte der neue US-Präsident Donald Trump die Weltwirtschaft mit protektionistischer Rhetorik und erratischen Personalentscheidungen.¹ Verwirrende Signale kamen auch aus Großbritannien, wo es der nach dem Brexit-Referendum vom 23. Juni 2016 ins Amt gekommenen Regierung unter Premierministerin Theresa May über Monate hinweg nicht gelang, in ihrem sichtbar zerstrittenen Kabinett die Brexit-Verhandlungen² mit der Europäischen Kommission so vorzubereiten, dass Wirtschaftsteilnehmer die Konsequenzen des auf Ende März 2019 terminierten Ausscheidens aus der Europäischen Union auch nur annähernd hätten abschätzen können. Die vorgezogene Neuwahl zum britischen Unterhaus am 8. Juni 2017, bei der die Regierung May ihre Mehrheit verlor, verstärkte die Unsicherheit noch. Im Euroraum beunruhigten die EZB die Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich. Denn in beiden Eurostaaten drohten populistische Kräfte, die sich explizit gegen den Euro ausgesprochen hatten, eine maßgebliche Rolle zu spielen. Ein Sorgenkind für die EZB blieb Italien, wo im Dezember 2016 die Volksabstimmung über die Reform des politischen Systems gescheitert war und nach wie vor notleidende Kredite in Milliardenhöhe auf mehreren italienischen Banken lasteten. Mit gutem Grund hatte EZB-Präsident Draghi Ende 2016 auf die „dominierende politische Unsicherheit“³ sowie „die radikalen politischen Veränderungen“⁴ hingewiesen.

Das Blatt begann sich erst zu wenden, als (anders als von vielen befürchtet) populistischen Kräften weder in den Niederlanden noch in Frankreich der Sprung in exekutive Ämter gelang. Vor allem der Sieg des französischen Reformpolitikers Emmanuel Macron über die Rechtsnationalistin Marine Le Pen im Mai 2017 war ein Hoffnungssignal für den gesamten Euroraum, der mit einem Mal wieder zu einem begehrten Anlegeort für Investoren wurde.⁵ Positiv wirkte sich auch der Abschluss der dritten Überprüfung des laufenden Griechenland-Hilfsprogramms im Juni 2017 aus; Griechenland konnte daraufhin erst-

* Dieser Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Verfassers wieder und entspricht nicht notwendig den offiziellen Positionen der Europäischen Kommission oder der EZB.

1 Tobias Kaiser: Trump wird zum Risiko für die Weltwirtschaft, in: *Die Welt*, 19.4.2017, S. 9.

2 Siehe auch den Beitrag „Brexit“ in diesem Buch.

3 Mario Draghi: Interview mit *El País*, 30. November 2016, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp161130.en.html> (letzter Zugriff: 30.10.2017).

4 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2016, Vorwort, S. 5.

5 Eric Platt: Record \$6bn pours into Europe stock funds after Macron win steadies nerves, in: *Financial Times*, 13.5.2017; *Financial Times*: Investors bet on revived eurozone, 23./24.9.2017.

mals seit Herbst 2014 eine Anleihe erfolgreich am Kapitalmarkt begeben.⁶ „Der Wind bläst wieder in Europas Segel“, fasste Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker die Gesamtsituation in seiner Rede zur Lage der Union am 13. September 2017 zusammen. In einem sich insgesamt stabilisierenden Euroraum konnte die EZB mit ihren mittlerweile 3.171 Mitarbeitern (Stand Ende 2016, rund 1.200 davon in der Bankenaufsicht) ihre ganze Aufmerksamkeit somit der sich nun festigenden Konjunktur sowie ihren Folgen für die weiterhin im Krisenmodus verharrende Geldpolitik widmen. Bei den Frankfurter Währungshütern setzte sich ab Herbst 2017 zunehmend die Erkenntnis durch, dass zehn Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise behutsame Vorbereitungen für eine schrittweise geldpolitische Normalisierung beginnen konnten.

Geldpolitik 2017: Ruhige Hand und kommunikative Nuancen

Seit Juni 2014 betreibt die EZB in Fortsetzung ihrer während der Finanzkrise getroffenen Sondermaßnahmen eine außergewöhnlich akkommodierende Geldpolitik. Um Deflationsgefahren zu bekämpfen (Inflationsrate 2014: 0,4 Prozent; 2015: 0,0 Prozent; 2016: 0,2 Prozent), das Kreditwachstum zu befördern und so einen Beitrag zur Festigung der wirtschaftlichen Erholung zu leisten (BIP-Wachstum 2014: 1,2 Prozent; 2015: 2,0 Prozent; 2016: 1,8 Prozent), besteht die EZB-Geldpolitik derzeit aus vier Arten von Krisenmaßnahmen:

(1) Die EZB betreibt eine historische Niedrigzinspolitik. Zunächst liegt der Leitzins seit März 2016 bei 0,0 Prozent. Ferner können Banken, die sehr kurzfristig Liquidität benötigen, sich diese bei der EZB zu einem Spitzenrefinanzierungssatz von nur 0,25 Prozent besorgen. Schließlich verlangt die EZB seit Juni 2014 von Kreditinstituten, die bei ihr Überschussliquidität über Nacht einlegen, einen Strafzins, der schrittweise erhöht und im März 2016 auf -0,4 Prozent festgesetzt wurde. Banken sollen so dazu angehalten werden, Kredite an die Realwirtschaft zu vergeben, anstatt überschüssige Liquidität bei der EZB zu parken.

(2) Die EZB bietet außerdem der Kreditwirtschaft seit Juni 2014 neben ihren normalen Zentralbankkrediten besonders strukturierte Refinanzierungsgeschäfte mit vierjähriger Laufzeit an, die Anreize für eine verstärkte Kreditvergabe setzen sollen. Über diese gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG, im Englischen: Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) kann sich ein Kreditinstitut umso günstiger bei der EZB refinanzieren, je mehr Kredite es vergibt. Im Juni 2014 legte die EZB eine erste Serie von acht solchen Geschäften (GLRG I⁷) auf; im März 2016 beschloss sie eine zweite Serie mit vier weiteren Geschäften (GLRG II⁸). Nachdem die EZB das letzte

6 Financial Times: Greece makes capital markets return with €3bn bond sale, 26.7.2017, S. 1; Markus Frühau: Neue griechische Staatsanleihe sehr begehrt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ), 26.7.2017, S. 23.

7 Zu den GLRG I, vgl. Beschluss EZB/2014/34 vom 29. Juli 2014 über Maßnahmen im Zusammenhang mit gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, in: Amtsblatt der EU L 258, 29. August 2014, S. 11, geändert durch Beschluss EZB/2015/5 vom 10. Februar 2015, in: Amtsblatt der EU L 53, 25. Februar 2015, S. 27, sowie durch Beschluss EZB/2016/11 vom 28. April 2016, in: Amtsblatt der EU L 132, 3. Mai 2016, S. 129.

8 Zu den GLRG II, vgl. Beschluss EZB/2016/10 vom 28. April 2016 über eine zweite Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte, in: Amtsblatt der EU L 132, 21. Mai 2016, S. 107, geändert durch Beschluss EZB/2016/30 vom 31. Oktober 2016, in: Amtsblatt der EU L 304, 11. November 2016, S. 7; ausführlich EZB: Die zweite Serie gezielter langfristiger Refinanzierungsgeschäfte, in: Wirtschaftsbericht 3/2016, Kasten 3, S. 30-35.

GLRG im März 2017 durchgeführt hatte, betrug der ausstehende Gesamtbetrag der beiden GLRG-Serien Anfang Mai 2017 761,7 Mrd. Euro.⁹

(3) Die EZB ergänzt ihre Niedrigzinspolitik seit Januar 2015 durch ein mehrteiliges Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen und privaten Sektors. Dieses Asset Purchase Programme (APP) wird auch als „mengenmäßige Lockerung“ beziehungsweise „Quantitative Easing“ (QE) bezeichnet. Dabei kauft die EZB zum einen Pfandbriefe¹⁰, forderungsbesicherte Wertpapiere¹¹ und Unternehmensanleihen¹² am Primär- und Sekundärmarkt, zum anderen – im Rahmen des Public Sector Purchase Programme (PSPP)¹³ – Anleihen der Eurostaaten sowie supranationaler Emittenten am Sekundärmarkt. Das Volumen der Anleihekäufe, deren weitaus größter Teil öffentliche Anleihen betreffen,¹⁴ betrug zwischen März 2015 und September 2016 zunächst 60 Mrd. Euro pro Monat, bis die EZB es ab April 2016 auf 80 Mrd. Euro pro Monat vergrößerte. Ziel des Programms ist es, die Geldmenge schrittweise auszuweiten, um so die Finanzierungskosten niedrig zu halten, das Kreditwachstum zu stimulieren und die Inflationsrate mittelfristig wieder in die Nähe des Ziels von „unter, aber nahe 2 Prozent“ zu bringen. Von erheblicher Bedeutung für die Wirksamkeit des APP ist der im Dezember 2015 gefasste EZB-Beschluss, die Tilgungszahlungen für die angekauften Wertpapiere laufend zu reinvestieren. Dies bedeutet, dass die durch die Wertpapierkäufe schrittweise bewirkte Erweiterung der EZB-Bilanz nicht mit der Fälligkeit der angekauften Anleihen automatisch rückgängig gemacht, sondern auf absehbare Zeit aufrechterhalten wird. Ende 2016 beliefen sich die APP-Bestände des Eurosystems (EZB und nationale Zentralbanken des

9 Vgl. EZB: Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 25. Januar bis 2. Mai 2017, in: Wirtschaftsbericht 4/2017, Kasten 3, S. 50; kritisch Financial Times: ECB's stimulus has provided more relief than revitalisation, 8.6.2017, S. 20.

10 Zum dritten Covered Bond Purchase Programme (CBPP3), vgl. Beschluss EZB/2014/40 vom 15. Oktober 2014 über die Umsetzung des dritten Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen, in: Amtsblatt der EU L 335, 22. November 2014, S. 22, geändert durch Beschluss EZB/2017/2 vom 11. Januar 2017, in: Amtsblatt der EU L 16, 20. Januar 2017, S. 53 sowie durch Beschluss EZB/2017/14 vom 18. Mai 2017, in: Amtsblatt der EU L 190, 21. Juli 2017, S. 22.

11 Zum Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP), vgl. Beschluss EZB/2014/45 vom 19. November 2014 über die Umsetzung des Ankaufprogramms für Asset-Backed Securities, in: Amtsblatt der EU L 1, 6. Januar 2015, S. 4, geändert durch Beschluss EZB/2015/31 vom 10. September 2015, in: Amtsblatt der EU L 249, 25. September 2015, S. 28, durch Beschluss EZB/2017/3 vom 11. Januar 2017, in: Amtsblatt der EU L 16, 20. Januar 2017, S. 55, sowie durch Beschluss EZB/2017/15 vom 18. Mai 2017, in: Amtsblatt der EU L 190, 18. Mai 2017, S. 24.

12 Zum Corporate Sector Purchase Programme (CSPP), vgl. Beschluss EZB/2016/16 vom 1. Juni 2016 zur Umsetzung des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors, in: Amtsblatt der EU L 157, 15. Juni 2016, S. 28, geändert durch Beschluss EZB/2017/4 vom 11. Januar 2017, in: Amtsblatt der EU L 16, 20. Januar 2017, S. 57, sowie durch Beschluss EZB/2017/13 vom 18. Mai 2017, in: Amtsblatt der EU L 190, 18. Mai 2017, S. 20. Seit dem 26. Juni 2017 gibt die EZB die Bestände, Laufzeiten und Renditen der von ihr erworbenen Unternehmensanleihen auf ihrer Website bekannt, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (letzter Zugriff: 30.10.2017); vgl. FAZ: Mehr Transparenz zu EZB-Käufen, 22.6.2017, S. 18.

13 Zum Public Sector Purchase Programme (PSPP), vgl. Beschluss EZB/2015/10 vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten, in: Amtsblatt der EU L 121, 14. Mai 2015, S. 20, geändert durch Beschluss EZB/2015/33 vom 5. November 2015, in: Amtsblatt der EU L 303, 20. November 2015, S. 106, durch Beschluss EZB/2015/48 vom 16. Dezember 2015, in: Amtsblatt der EU L 344, 30. Dezember 2015, S. 1, durch Beschluss EZB/2016/8 vom 18. April 2016, in: Amtsblatt der EU L 121, 11. Mai 2016, S. 24, sowie durch Beschluss EZB/2017/1 vom 11. Januar 2017, in: Amtsblatt der EU L 16, 20. Januar 2017, S. 51.

14 85 bis 90 Prozent, vgl. EZB: Jahresbericht 2016, Abbildung 24, S. 56.

Euroraums) auf 1,5 Bio. Euro; die Bilanzsumme insgesamt erreichte zum Jahresende 2016 sogar 3,7 Bio. Euro.

(4) Die Niedrigzinspolitik und das Anleiheprogramm der EZB flankiert seit März 2016 die folgende explizite Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik (sogenannte „Forward Guidance“): „Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.“ Die EZB macht damit deutlich, dass sie bis auf weiteres die Zinsen eher weiter ins Negative senken als erhöhen wird (sogenannte Lockerungsneigung beziehungsweise „easing bias“). Zugleich betont die EZB ihre Bereitschaft, erforderlichenfalls im Rahmen ihres Mandates weitere Maßnahmen zu ergreifen oder ihr Anleihekaufprogramm APP in Volumen oder Laufzeit zu erweitern (sogenannter „APP bias“).

2017 stellte sich für die EZB die Frage, wie lange sie diesen insgesamt sehr erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung noch aufrechterhalten musste, um die Preisentwicklung so nachhaltig zu korrigieren, dass sie wieder mit dem Inflationsziel der EZB im Einklang steht. Denn unbestritten können die krisenbedingten Maßnahmen der EZB auf Dauer negative Nebenwirkungen haben. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel mahnte deshalb Mitte des Jahres die Währungshüter weltweit, die verbesserte Konjunkturlage zu nutzen und einen schrittweisen Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik einzuleiten, damit die Zentralbanken ihren Handlungsspielraum für die nächste Rezession zurückerlangten.¹⁵ EZB-Kritiker vor allem in Deutschland sprachen bereits von „sediten“ Finanzmärkten, befürchteten riskante Preisblasen an den Anleihe-, Immobilien- und Aktienmärkten¹⁶ und griffen die EZB als „politisierte Zentralbank“ an.¹⁷ Der deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble bezeichnete im April 2017 die „ultralockere Geldpolitik in vielen Regionen“ sogar explizit als „nicht hilfreich“¹⁸, während deutsche Euro-skeptiker am 15. August 2017 das Bundesverfassungsgericht zu einer erneuten Vorlage der Anleihekaufprogramme der EZB an den Gerichtshof der Europäischen Union veranlasseten, um den Vorwurf mandatsfremden Handelns und einer angeblichen verdeckten Staatsfinanzierung durch die obersten Richter in Luxemburg prüfen zu lassen.¹⁹ Trotz solcher Angriffe hielt die EZB 2017 an ihrem Kurs fest. Ihr war viel daran gelegen, den Fehler des Jahres 2008 zu vermeiden, als sie unter dem Eindruck vereinzelter Anzeichen von Inflation verfrüht umsteuerte und die Zinsen gerade zu dem Zeitpunkt anhub, als sich die Finanzkrise verschärfte. Auf keinen Fall wollte sie 2017 die noch nicht verstetigte Konjunkturerholung durch ein konträres Zinssignal abwürgen. EZB-Präsident Draghi plädierte deshalb wiederholt für eine ruhige geldpolitische Hand. In seiner Pressekonferenz im Januar²⁰ nannte er vier Kriterien²¹, die erfüllt sein müssten, damit das Inflationsziel

15 Markus Frühauf: Bank der Zentralbanken fordert geldpolitische Wende, in: FAZ, 26.6.2017, S. 17.

16 So Jörg Krämer, Chefvolkswirt der Commerzbank, in: FAZ: Sedit, 10.4.2017, S. 16.

17 Holger Steltzner: Die politisierte Zentralbank, in: FAZ, 9.12.2016, S. 1.

18 Reuters: Schäuble fordert Ende der ultralockeren Geldpolitik, 20.4.2017.

19 Beschluss des Bundesverfassungsgerichts vom 18. Juli 2017; vgl. FAZ: Überschreitet die EZB ihr Mandat?, 16.8.2017, S. 15; Süddeutsche Zeitung (SZ): Karlsruhe zweifelt, 16.8.2017, S. 15; Financial Times: German court raises doubts about ECB stimulus programme, 16.8.2017, S. 4.

20 EZB-Pressekonferenz vom 19. Januar 2017, Fragen und Antworten, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/is170119.en.html> (letzter Zugriff: 30.10.2017).

21 Draghi wiederholte diese Kriterien bei der EZB-Pressekonferenz vom 27. April 2017: Fragen und Antworten, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2017/html/ecb.is170427.en.html> (letzter Zugriff: 30.10.2017).

der EZB wieder als erreicht angesehen werden könnte: Erstens geht es der EZB um eine mittelfristige Erreichung des Inflationsziels von unter, aber nahe 2 Prozent. Zweitens muss die Inflationsentwicklung dauerhaft und nicht nur vorübergehend mit diesem EZB-Ziel konvergieren. Drittens muss die Inflationsentwicklung selbsttragend sein, also auch dann beim Zielwert nahe 2 Prozent verbleiben, wenn die außergewöhnliche geldpolitische Unterstützung seitens der EZB wieder beendet wird. Viertens muss eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 Prozent im Euroraum als Ganzes und nicht nur in einzelnen Euroraumstaaten erreicht sein. Der nur leichte Aufwärtstrend der Eurorauminflation 2017 war noch nicht ausreichend, um Draghis vier Kriterien zu erfüllen. Nach 0,2 Prozent Inflation 2016 schienen die Anfangsmonate 2017 mit einer Preissteigerung von 1,8 Prozent im Januar und 2 Prozent im Februar zwar zunächst in die richtige Richtung zu weisen, was auch daran lag, dass die Ölpreise im Gefolge von Beschlüssen der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) wieder anstiegen.²² Im März sank die Inflationsrate jedoch erneut auf 1,5 Prozent, im Juni sogar auf 1,4 Prozent, und auch im August und September erreichte sie nur 1,5 Prozent. EZB-Experten prognostizierten im Herbst eine durchschnittliche Inflationsrate von 1,5 Prozent für 2017, von nur 1,2 Prozent für 2018 sowie von erneut 1,5 Prozent für 2019. Von einem überzeugenden Aufwärtstrend kann somit noch nicht gesprochen werden.

Ohne Zweifel konnte die EZB 2017 einige positive Entwicklungen verzeichnen: So stieg das Wirtschaftswachstum im Jahresverlauf an und wurde im September von EZB-Experten auf 2,2 Prozent für 2017 prognostiziert. Ermutigend war zudem, dass im Unterschied zum außenhandelsgetriebenen Aufschwung von 2003 die wirtschaftliche Erholung diesmal überwiegend konsumgetragen war²³ und alle Eurostaaten erreichte. Auch die Finanzierungsbedingungen verbesserten sich. So betrug die Rate des jährlichen Wachstums von Krediten an Unternehmen im September 2017 2,5 Prozent, während die Kredite an private Haushalte stabil mit 2,7 Prozent wuchsen. Die EZB musste allerdings zugleich feststellen, dass die für die Preisentwicklung wichtige Lohndynamik der wirtschaftlichen Erholung hinterherhinkte, was offenbar zum Teil auf die einschneidenden Arbeitsmarktreformen in den von der Finanzkrise am stärksten betroffenen Eurostaaten, zum Teil aber auch auf eine erhebliche Unterauslastung am Arbeitsmarkt zurückzuführen war.²⁴ In einigen Eurostaaten (zum Beispiel in Italien) belasten Bilanzanpassungen im öffentlichen und privaten Sektor nach wie vor das Kreditwachstum. Schließlich dämpfte ab Mai 2017 der stärker werdende Euro sowohl die Preisentwicklung als auch die Konjunkturerwartungen.

Vor diesem Hintergrund erschien der EZB eine geldpolitische Wende 2017 noch nicht angezeigt.²⁵ Sie hielt sich vielmehr mit neuen Beschlüssen zurück und konzentrierte sich

22 OPEC-Beschluss vom 30. November 2016 über eine Förderbeschränkung von täglich 1,2 Mio. Rohöl der Marke Brent sowie Übereinkunft vom 10. Dezember 2016 zwischen den OPEC-Staaten und einigen Nicht-OPEC-Produzenten über eine weitere Drosselung der Ölförderung um 0,6 Mio. Barrel pro Tag; vgl. EZB: Jahresbericht 2016, S. 8.

23 Vgl. EZB: Jahresbericht 2016, Welche Faktoren tragen den aktuellen Konjunkturaufschwung?, S. 22, Kasten 2.

24 Vgl. EZB: Wirtschaftsbericht 3/2016, S. 37 ff., Kasten 2, wonach rund 18 Prozent des erweiterten Erwerbspersonenkreises im Euroraum von der Unterauslastung am Arbeitsmarkt betroffen sind. Vgl. auch Financial Times: ECB jobs research paints worse picture of labour market than official data suggest, 11.5.2017, S. 4; Markus Zydra: Arbeiter sollten mehr Geld fordern, in: SZ: 4.8.2017, S. 17; Financial Times: Unions look to Draghi as unlikely ally, 29.9.2017, S. 2.

25 Harald Freiberger: Zins ohne Wende, in: SZ, 17.7.2017, S. 17.

auf die Kommunikation mit Märkten und Öffentlichkeit,²⁶ wobei EZB-Präsident Draghi gezielt den Dialog mit den der lockeren Geldpolitik gegenüber besonders skeptischen Abgeordneten des Deutschen Bundestages²⁷ und der niederländischen Zweiten Kammer²⁸ suchte. Die Notwendigkeit intelligenter Kommunikation war eine Lehre aus dem Verhalten des US-amerikanischen Zentralbanksystems Fed im Mai 2013. Die Fed hatte damals versucht, ihre Anleihekäufe nach dem dritten „Quantitative Easing“-Programm zu drosseln („to taper“), dabei aber durch verfrühte Kommunikation heftige Marktturbulenzen („taper tantrum“) ausgelöst, weshalb sich die Einstellung der Anleihekäufe der US-Notenbank bis Ende 2014 verzögerte. Das „taper tantrum“ der Fed zeigte: Wenn eine Zentralbank infolge von Anleihekäufen stark am Markt präsent ist, kommt es bei ihrer Kommunikation auf jede Nuance an. Jedes missverständliche Wort kann die Märkte in Unruhe versetzen und die geldpolitischen Intentionen vereiteln oder gar ins Gegenteil verkehren. Von der EZB war deshalb eine behutsame „Sonate aus Zwischentönen“²⁹ verlangt. Im Berichtszeitraum gelang diese den Frankfurter Währungshütern meist, wenn auch nicht immer. Dabei waren vier Momente für die Geldpolitik der EZB im Jahr 2017 entscheidend:

Der erste wichtige Moment war der 8. Dezember 2016, als der EZB-Rat die Entscheidung zu treffen hatte, ob und wie das Anleihekaufprogramm der EZB nach März 2017 fortzusetzen war. Der EZB-Rat beschloss dabei – erneut gegen die Stimme von Jens Weidmann, dem Präsidenten der Deutschen Bundesbank –, das APP von März bis Ende 2017 zu verlängern, sein Volumen aber ab April 2017 von 80 Mrd. auf 60 Mrd. Euro im Monat zu reduzieren. Die EZB erhöhte also 2017 die Geldmengen-Zufuhr im Euroraum um weitere 540 Mrd. Euro, verringerte aber das Volumen des „Quantitative Easing“ um 20 Mrd. Euro pro Monat.³⁰ Man konnte dies als Kürzung („trimming“)³¹ des Umfangs der EZB-Anleihekäufe bezeichnen, da – anders als bei dem von der Fed vorgemachten Drosselung („tapering“) der Anleihekäufe auf Null – die EZB offen ließ, ob sie ihre Anleihekäufe 2018 weiter reduzieren, ganz auf Null zurückfahren oder wieder erhöhen würde. EZB-Präsident Draghi machte sogar sehr deutlich, dass ein „tapering“, verstanden als Rückführung der Anleihekäufe auf Null, im EZB-Rat überhaupt nicht diskutiert worden war.³² Die EZB erlaubte es ab Januar 2017 ferner, dass während dieser „dritten Phase des Quantitative Easing“³³ auch Staatsanleihen mit Laufzeit von nur einem Jahr (anstatt der bis dahin geforderten Mindestlaufzeit von zwei Jahren) sowie mit einer Rendite unter dem Negativzins erworben werden konnten. Damit vergrößerte die EZB den Pool an Anleihen,

26 Vgl. Mario Draghi: Monetary policy and the economic recovery in the euro area, Rede zur Konferenz „The ECB and Its Watchers XVIII“, Frankfurt am Main, 6.4.2017, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170406.en.html> (letzter Zugriff: 30.10.2017); vgl. auch Volker Wieland (Mitglied im Sachverständigenrat): Sagen, wie es weitergeht, in: SZ, 6.9.2017, S. 2.

27 Vgl. Mario Draghi: Working together for growth in Europe, Rede im Deutschen Bundestag, Berlin, 28.9.2016, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160928_1_en.html (letzter Zugriff: 30.10.2017).

28 Vgl. Claire Jones/Mehreen Khan: Draghi gets hot under the collar after Dutch MPs deliver rare public grilling, in: Financial Times, 11.5.2017, S. 1.

29 Jan Willmroth: Sonate aus Zwischentönen, in: SZ, 19.7.2017, S. 11.

30 Financial Times: ECB to cut monthly bond buying to €60bn but prolong life of QE, 9.12.2016.

31 Financial Times: Draghi says QE trim differs from a taper, 9.12.2016, S. 2; ähnlich Guillaume Maujean: Le message subliminal de la BCE, in: Les Echos, 9.12.2016, S. 12: „le pilote [...] va légèrement lever le pied de l'accélérateur“.

32 Vgl. Financial Times: Draghi walks an ever finer line on bond buying, 9.12.2016, S. 10.

33 Financial Times: ECB treads softly over QE to avert taper tantrums, 5.12.2016, S. 13: „third phase of QE“.

welche sie zu geldpolitischen Zwecken am Markt kaufen konnte. Die EZB-Entscheidung wurde an den Finanzmärkten teils verhalten begrüßt,³⁴ teils kritisiert.³⁵ Einigkeit bestand darin, dass die EZB noch für lange Zeit am Markt präsent sein würde und Entscheidungen über die weitere Zukunft des „Quantitative Easing“ nicht vor Herbst 2017 – also nach der Bundestagswahl in Deutschland – und dann erst mit Wirkung für das Jahr 2018 anstünden.³⁶

Der zweite wichtige Moment für die Geldpolitik der EZB im Berichtszeitraum war der 9. März 2017, als EZB-Präsident Draghi auf seiner Pressekonferenz nach der Sitzung des EZB-Rates erste verbale Korrekturen am Kurs der EZB vornahm. So erklärte er in für einen Zentralbanker erstaunlicher Eindeutigkeit die Deflation für besiegt („the risks of deflation have largely disappeared“).³⁷ Für zusätzliche geldpolitische Krisenmaßnahmen bestünde daher keine Dringlichkeit mehr. Der EZB-Rat strich deshalb – auch unter dem Eindruck einer im Februar 2017 erstmals seit vier Jahren vorübergehend erreichten Inflationsrate von 2 Prozent (Deutschland: 2,2 Prozent)³⁸ – einvernehmlich den seit Monaten routinemäßig wiederholten Satz aus Draghis Eingangsstatement, wonach die EZB bereit stünde, bei einer Verschlechterung der Situation jederzeit alle Instrumente im Rahmen ihres Mandats zu nutzen.³⁹ Auch wenn die Formulierung der „Forward Guidance“ noch nicht verändert wurde, machte Draghi erstmals deutlich, dass die EZB aller Voraussicht nach die Zinsen nicht weiter senken werde. Auch bestünde keine Notwendigkeit für eine neue Serie von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften. Die deutlich optimistischere Haltung der EZB illustrierten Draghis wortreiche Ausführungen zu den Erfolgen seiner Geldpolitik: Sie habe die Fragmentierung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum beseitigt, deflationäre Gefahren eingedämmt und eine neue Wachstumsphase befördert, wodurch seit 2014 mehr als vier Mio. Arbeitsplätze geschaffen worden seien. Für 2016 bis 2019 würden die Maßnahmen der EZB sowohl die Inflationsrate als auch das Wachstum um jeweils 1,7 Prozentpunkte erhöhen. Wenn inzwischen 70 Prozent der Bürger im Euroraum in Eurobarometer-Umfragen ihre Zustimmung zum Euro erklärten, dann sei dies nicht zuletzt auch auf die erfolgreiche Arbeit der EZB zurückzuführen.

Der dritte maßgebliche Moment für die Geldpolitik war der 8. Juni 2017, als sich der EZB-Rat in Tallinn traf. Unter dem Eindruck des Wahlsiegs Macrons in Frankreich, der Konjunkturerholung und Investitionsbedingungen im Euroraum weiter stabilisierte,⁴⁰ änderte Draghi mit Rückendeckung des EZB-Rates zwei Formulierungen im Eingangsstatement seiner Pressekonferenz. Zum einen sprach Draghi in der Orientierung für die künftige Ausrichtung der Geldpolitik nur noch von fortgesetzten Niedrigzinsen „auf aktuellem Niveau“, strich also den „easing bias“ aus der „Forward Guidance“ und schloss so

34 Vgl. zum Beispiel Robin Wigglesworth: Era of quantitative easing is drawing to a close, in: Financial Times, 9.12.2016, S. 13: „the last hurrah of QE“; Handelsblatt: Was heißt hier normal?, 12.12.2016, S. 26: „ein erster, kleiner Schritt zu einer Normalisierung der Geldpolitik“.

35 Vgl. SZ: „Ein bisschen weniger ist zu wenig“, 9.12.2016, S. 4.

36 „The big Christmas present was time“, so zitiert dazu Tom Fairless: ECB Extends but Shrinks Stimulus, in: Wall Street Journal Europe, 9.12.2016, S. 4, einen Investor.

37 Claire Jones/Elaine Moore: Euro rises as Draghi claims victory over deflation and softens QE tone, in: Financial Times, 10.3.2017, S. 1.

38 Financial Times: Rising prices crank up pressure on dovish Draghi, 3.3.2017, S. 4. Ende März kehrte sich diese Entwicklung wieder um, vgl. Financial Times: Fall in German inflation takes heat off Draghi, 31.3.2017, S. 4.

39 SZ: Draghis Ausblick, 10.3.2017, S. 19.

40 FAZ: Europa steigt im Ansehen, 29.6.2017, S. 25.

die Möglichkeit einer weiteren Senkung der Zinsen in den negativen Bereich für die absehbare Zukunft aus. Zum anderen bezeichnete der EZB-Präsident die Risiken für das Wachstum im Euroraum erstmals seit der Finanzkrise als „weitgehend ausgeglichen“, also nicht mehr wie bisher als „abwärtsgerichtet“. Die Äußerungen Draghis wurden an den Finanzmärkten teilweise als „Trippelschritte“ oder „Kriechgang in Richtung Ausstieg“ kritisiert,⁴¹ weitgehend aber als verbaler Einstieg in den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik und als Entscheidung von großer Tragweite⁴² interpretiert, welche die Erwartungen an die weitere Geldpolitik stabilisierten. Allerdings wurde diese Wirkung drei Wochen später beinahe zunichte gemacht, als sich Draghi bei einer Rede am entgegengesetzten Ende des Kontinents missverständlich zur Preisentwicklung im Euroraum äußerte: „Deflationäre Kräfte sind durch reflationäre Kräfte ersetzt worden“⁴³ – mit dieser Äußerung beim EZB-Zentralbankforum im portugiesischen Sintra am 27. Juni 2017 löste Draghi ein kleines europäisches „taper tantrum“ aus.⁴⁴ Denn seine Aussage wurde an den Märkten so verstanden, dass die Inflation zurück im Euroraum sei und die EZB daher in Kürze den Ausstieg aus ihrer Politik der quantitativen Lockerung einleiten würde.⁴⁵ Der Euro stieg plötzlich um 1 Prozent auf ein 52-Wochen-Hoch gegenüber dem Dollar, während die Renditen für europäische Staatsanleihen deutlich anzogen.⁴⁶ Dabei hatte Draghi in seiner Rede in Sintra zugleich betont, dass weiterhin Beharrlichkeit und Vorsicht die Geldpolitik bestimmten, womit er deutlich machen wollte, dass eine abrupte geldpolitische Wende nicht zu erwarten sei. Nach ausgiebigen Erklärungen gelang es der EZB, die Lage wieder zu beruhigen. Die Sintraer Episode zeigte aber, wie nervös die Devisen- und Anleihemärkte sind und wie sorgsam der Ausstieg aus dem „Quantitative Easing“ vorbereitet werden musste.⁴⁷

Nicht zuletzt wegen der Sintra-Erfahrung nahm die EZB von Juli bis September keine weiteren verbalen Änderungen ihrer Geldpolitik vor. Sogar seine von vielen mit Spannung erwartete Rede im US-amerikanischen Jackson Hole Ende August nutzte EZB-Präsident Draghi nicht zu weiteren Hinweisen, im Gegenteil: Er verlor dort kein Wort zur Geldpolitik, sondern sprach stattdessen über die Notwendigkeit des Freihandels.⁴⁸ Sorgfältig bereitete die EZB im Sommer 2017 den vierten und wohl wichtigsten Moment des geldpolitischen Jahres vor: die Sitzung des EZB-Rates am 26. Oktober 2017. Bei dieser entschied die EZB über die „Kalibrierung“ ihrer geldpolitischen Instrumente ab 2018.⁴⁹ Sie hatte dabei zahlreiche Faktoren zu berücksichtigen.⁵⁰ Zunächst wollte sie kein abruptes Ende der lockeren Geldpolitik herbeiführen, sondern vielmehr einen graduellen Ausstieg

41 Vgl. FAZ: EZB macht ersten kleinen Schritt zum Kurswechsel, 9.6.2017, S. 17.

42 Vgl. SZ: Der Einstieg in den Ausstieg, 9.6.2017.

43 Mario Draghi: Accompanying the economic recovery, Rede auf dem EZB-Zentralbankforum, Sintra, 27.6.2017, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170627.en.html> (letzter Zugriff: 30.10.2017).

44 Financial Times: Confusion as Carney and Draghi struggle to clarify stimulus exit, 29.6.2017, S. 1.

45 Financial Times: Investors jump Draghi's finely tuned starting gun, 30.6.2017, S. 8.

46 FAZ: Draghi stärkt Euro und Renditen, 28.6.2017, S. 23.

47 Financial Times: End of cheap money leaves central bankers lost for words, 29.6.2017, S. 3.

48 Mario Draghi: Sustaining openness in a dynamic global economy, Rede auf dem Economic Policy Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 25.8.2017, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170825.en.html> (letzter Zugriff: 30.10.2017).

49 Financial Times: The ECB maintains its skilful balancing act, 27.10.2017, S. 8.

50 Vgl. Thomas Klemm: Wie finden wir raus aus den Niedrigzinsen, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 16.10.2016, S. 38.

vornehmen,⁵¹ da ihrer Auffassung nach im Euroraum auf absehbare Zeit weiterhin eine akkommodierende Geldpolitik erforderlich ist, um die Normalisierung der Inflationserwartungen zu begleiten. Die inflationsdämpfende Wirkung des erstarkten Euro-Wechselkurses war im EZB-Rat als Quelle der Unsicherheit identifiziert worden und verlangsamte daher die Normalisierung der Geldpolitik.⁵² Nicht zuletzt aus diesem Grund kündigte die EZB am 26. Oktober 2017 auch für 2018 keine Rückführung der Anleihekäufe auf Null („tapering“) an, sondern beschloss – gegen die Stimme von offenbar vier Ratsmitgliedern, darunter erneut Bundesbank-Präsident Weidmann –, ihre Käufe ab Januar bis zunächst September 2018 (und ohne ein Enddatum für die Käufe zu nennen) lediglich von derzeit 60 Mrd. auf 30 Mrd. Euro pro Monat zu „trimmen“. Die EZB wird dem Finanzsystem des Euroraums also auch 2018 mindestens weitere 270 Mrd. Euro zuführen. Erst im Herbst 2018 will die EZB weitere Entscheidungen treffen, wobei sie sich die Möglichkeit offen hält, das Volumen ihrer Anleihekäufe jederzeit wieder „hochzufahren“ und/oder deren Laufzeit zu verlängern, sofern dies erforderlich sein sollte („APP bias“). Eine für die Märkte besonders wichtige Frage ist, in welcher Reihenfolge die EZB Ende 2018 beim dann wohl bevorstehenden endgültigen Ausstieg aus den Anleihekäufen einerseits und der Niedrigzinspolitik andererseits vorgehen wird. Allgemein erwartet wird, dass die EZB sich hierbei für das „Hänsel und Gretel“-Prinzip entscheiden,⁵³ also in Rückverfolgung der geldpolitischen „Brotkrumen“ ihre Sondermaßnahmen spiegelbildlich zu deren Einführung rückabwickeln wird. Dies würde bedeuten, dass die EZB bis Ende 2018 zunächst schrittweise die Anleihekäufe beenden und erst im Laufe des Jahres 2019 die Zinsen (einschließlich des derzeit negativen Einlagezinssatzes) behutsam anheben wird. Dafür spricht vor allem die seit Monaten wiederholte „Forward Guidance“ der EZB, wonach die Leitzinsen für längere Zeit „und weit über den Zeithorizont des Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus“ auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden. Auch die US-amerikanische Fed ist 2014 und 2015 in dieser Reihenfolge (erst Beendigung der Anleihekäufe, dann Zinserhöhungen) vorgegangen.⁵⁴ Zwar betonte EZB-Präsident Draghi auch am 26. Oktober 2017, dass geldpolitische Entscheidungen jeweils vom Mandat der handelnden Zentralbank abhängig seien und daher diesseits des Atlantiks anders ausfallen könnten als jenseits. Die EZB sieht aber offenkundig die Notwendigkeit, noch längere Zeit am Markt präsent zu bleiben. Dafür spricht auch ihre ebenfalls am 26. Oktober 2017 getroffene Entscheidung, parallel zum Zurückfahren ihrer Anleihekäufe weiterhin deren Erträge zu reinvestieren, also den Umfang ihrer Bilanz bis auf weiteres („for an extended period of time“) nicht zu reduzieren; auch die US-Fed begann erst im Oktober 2017, zehn Monate nach Ende ihres „Quantitative Easing“, mit dem Abschmelzen ihrer insgesamt 4,5 Bio. US-Dollar umfassenden Bilanzsumme (beginnend mit einer Nicht-Reinvestition von Wertpapierrenditen von 10 Mrd. US-Dollar pro Monat, die innerhalb von 12 Monaten auf 50 Mrd. US-Dollar pro Monat ansteigen wird).⁵⁵ Kein Faktor bei den Entscheidungen der EZB zur weiteren Normalisierung ihrer Geldpolitik darf es sein, dass einige Eurostaaten infolge ihrer nach

51 Vgl. Claire Jones: ECB convinces markets that taper is merely a downsize, in: *Financial Times*, 27.10.2017, S. 3.

52 Vgl. *Financial Times*: Euro falls after minutes reveal ECB concern for recovery, 18.8.2017, S. 4.

53 *Financial Times*: Ending monetary stimulus is a delicate business, 11.5.2017, S. 9.

54 Vgl. Olivier Garnier: ECB need not mimic Fed on sequencing of exit strategy, in: *Financial Times*, 9.3.2017, S. 22.

55 Vgl. *Financial Times*: Federal Reserve, QE retreat. Inflation fog fails to block policy path, 22.9.2017; SZ: Noch lange nicht normal, 23./24.9.2017, S. 30.

wie vor hohen Staatsverschuldung (zum Beispiel Italien mit 133 Prozent des BIP, Portugal mit 128,5 Prozent des BIP) ein beachtliches fiskalisches Interesse an einem möglichst langsamen oder gar asymmetrischen Ausstieg (zum Beispiel schneller in Deutschland, langsamer in Italien⁵⁶) haben. EZB-Chefvolkswirt Peter Praet betonte dies ausdrücklich im Juni 2017: „Wenn der Tag kommt, werden wir auf die Inflation schauen und entsprechend handeln – egal ob sich die Regierungen deswegen beschweren. Wir haben sie ja vorgewarnt, und sie haben das auch verstanden.“⁵⁷ Es ist dennoch zu erwarten, dass sich Politiker aus den am meisten betroffenen Staaten lautstark zu Wort melden werden, sobald die EZB tatsächlich Ernst mit dem endgültigen Ausstieg machen wird.

Wechselkurspolitik: Die unerwartete Renaissance des Euro

Nach einem weitgehend stabilen Euro-Wechselkurs 2016 (nominaler effektiver Wechselkurs gegenüber den 38 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums: +1,1 Prozent) kam die beachtliche Stärkung des Euro-Wechselkurses 2017 für viele überraschend. Angesichts der geldpolitischen Divergenz zwischen dem Euroraum und den USA – hier Fortsetzung der lockeren Geldpolitik, dort Ende des Quantitative Easing, vier Zinserhöhungen zwischen Dezember 2015 und Juni 2017 sowie Beginn der Reduzierung der Fed-Bilanz ab Oktober 2017 – wäre ein erstarkender US-Dollar und ein schwächer werdender Euro an sich die natürliche Folge gewesen.⁵⁸ Für eine Entwicklung hin zur Dollar-Euro-Parität sprachen auch die Signale zum Amtsantritt des neuen US-Präsidenten Trump, die einen fiskalischen Stimulus für die US-Wirtschaft in Form von Steuererleichterungen und neuen Infrastrukturprogrammen erwarten ließen.⁵⁹ In der Tat katapultierte die Leitzinserhöhung der US-Fed Ende 2016 zusammen mit dem „Trump-Effekt“ den US-Dollar zunächst auf den höchsten Stand im Verhältnis zum Euro seit 14 Jahren; der Euro notierte zwischenzeitlich nur noch bei 1,0389 Dollar und lag Ende 2016 -3,1 Prozent unter seinem Vorjahreswert. Im ersten Halbjahr 2017 kehrte sich die Entwicklung jedoch um. Im August 2017 lag der nominale effektive Euro-Wechselkurs 4,6 Prozent über dem Vorjahreswert. Gegenüber dem US-Dollar erstarkte der Euro sogar um 5,3 Prozent und erreichte 1,18 US-Dollar. Hintergrund war eine optimistischere Einschätzung der europäischen Konjunkturerwicklung, vor allem aber die geopolitische Lage, die Investoren zunehmend im sicheren Hafen Euroraum Zuflucht vor der volatilen politischen Situation in den USA unter der Trump-Administration suchen ließ.⁶⁰ Trotzdem wurden aus dem Umfeld des neuen US-Präsidenten wiederholt Vorwürfe laut, die Europäer würden den Euro-Wechselkurs manipulativ schwächen. EZB-Präsident Draghi sagte dazu bei seiner Pressekonferenz im März 2017, dass die EZB seit 2011 nicht mehr an den Devisenmärkten interveniert habe. Es sei der

56 Für einen asymmetrischen Ausstieg („a more calibrated exit“) plädiert zum Beispiel Moghadam: „Europe [...] needs a non-standard exit from its non-standard monetary policy“, in: Financial Times: ECB starts talks to end stimulus strategy despite stronger euro, 8.9.2017.

57 Peter Praet: Interview with Der Spiegel, 22.6.2017, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2017/html/ecb.in170622.en.html> (letzter Zugriff: 22.11.2017); Vgl. auch FAZ: EZB bekräftigt rechtzeitige Zinswende, 23.6.2017, S. 17.

58 Infolge des APP wurde seit 2014 eine Abwertung des nominalen effektiven Euro um 4,7 Prozent und gegenüber dem Dollar um 6,5 Prozent ermittelt, siehe Deutsche Bundesbank: Anleihekäufe des Eurosystems und der Wechselkurs des Euro, Monatsbericht Januar 2017, S. 13.

59 Financial Times: Dollar forecast to hit euro parity as experts factor in US rates and Trump, 31.12.2016, S. 1.

60 Vgl. Winand von Petersdorff/Markus Frühauf: Der Euro im Höhenflug, in: FAZ, 28.7.2017, S. 29; kritisch Nessim Ait-Kacimi: L'euro fort pourrait contrarier la reprise en Europe, in: Les Echos, 4.8.2017, S. 11.

US-Dollar, der weit von seinem historischen Durchschnittswchselkurs abweiche, nicht der Euro.

Für die dänische Krone, die über den Wechselkursmechanismus 2 eng an den Euro gekoppelt ist (maximal erlaubte Abweichung: +/-2,25 Prozent), stellte die Volatilität des Dollar-Euro-Verhältnisses eine Herausforderung dar. Zum Jahreswechsel 2016/2017 wurde deshalb über Stützungskäufe der Dänischen Nationalbank spekuliert.⁶¹ Bis zur Jahresmitte stabilisierte sich die Situation jedoch. Im Jahresvergleich kam es zu keiner Abweichung des Wechselkurses der Krone im Verhältnis zum Euro. Entsprechendes galt für den bulgarischen Lew, der seit 1999 einseitig an den Euro gebunden ist, seit 2006 keinerlei Abweichungen mehr verzeichnet und sich deshalb sowie angesichts eines Haushaltsdefizits von 0,0 Prozent und eines Schuldenstands Bulgariens von unter 30 Prozent des BIP auf einem recht klaren Kurs hin zur mittelfristigen Teilnahme am Euro befindet. Dagegen entschied die tschechische Notenbank im April 2017, die seit 2013 bestehende freiwillige Koppelung der Krone an den Euro aufzugeben, was zu einer kräftigen Aufwertung der tschechischen Währung führte (August 2017: +3,4 Prozent im Jahresvergleich); dies erleichterte den tschechischen Währungshütern zwar die Inflationsbekämpfung, verstärkte aber den Eindruck, dass sich Tschechien vom Euro abzuwenden scheint.

Ähnlich volatil zum Euro wie der US-Dollar verhielt sich das britische Pfund. Der Euro gewann gegenüber der britischen Währung zwischen August 2016 und 2017 6,5 Prozent an Wert, was überwiegend auf die Unsicherheit unter Marktteilnehmern über den in seinen praktischen Einzelheiten ungeklärten Brexit zurückzuführen war. Wegen des Brexit setzte die Bank of England ihre lockere Geldpolitik trotz einer auf über 3 Prozent steigenden Inflationsrate zunächst unverändert fort, was das Pfund gegenüber dem Euro weiter schwächte. Erst Anfang November 2017 hob die Bank of England ihren Leitzins – erstmals seit zehn Jahren – wieder leicht an, und zwar um einen Viertelpunkt auf 0,5 Prozent, was von den Märkten jedoch als derart schwaches Zinssignal interpretiert wurde, dass das Pfund seinen Sinkflug fortsetzte; 1 Pfund kostete jetzt nur noch 1,12 Euro.⁶²

An Kraft gegenüber dem Euro verlor auch der Schweizer Franken. Im Januar 2015 hatte die Schweizer Notenbank die bis dahin bestehende Untergrenze von 1,20 Franken je Euro aufgegeben, was zu einer schlagartigen Aufwertung des Franken bis hin zu seiner kurzzeitigen Euro-Parität geführt hatte. Im August 2017 kostete ein Euro wieder 1,14 Schweizer Franken, was im Jahresvergleich eine Aufwertung um 4,7 Prozent bedeutete. Im unsicher gewordenen weltpolitischen Klima nähert sich die Schweiz also währungspolitisch wieder dem stabileren Euroraum an.

Besonders stark entwickelte sich der Wechselkurs des Euro gegenüber dem japanischen Yen, demgegenüber die europäische Einheitswährung einen Anstieg von 14,3 Prozent verzeichnete. Ursache ist einerseits die Geldpolitik der japanischen Notenbank, die nach wie vor unverändert an ihrer äußerst lockeren Geldpolitik festhält, andererseits der Konflikt mit Nordkorea, das im Sommer 2017 mehrfach Raketen über japanisches Territorium abfeuerte.

Gegenüber dem chinesischen Renminbi, dessen Kurs wiederholt durch Maßnahmen der chinesischen Währungsbehörden stabilisiert wurde, verzeichnete der Euro zwischen August 2016 und 2017 einen Wertzuwachs von 5,7 Prozent. Die EZB selbst leistete im

61 Vgl. FAZ: Trump macht auch die dänische Krone stark, 21.12.2016, S. 23.

62 Financial Times: Sterling wobble will hit Britons in their pocket, 25.8.2017, S. 8.

ersten Halbjahr 2017 einen wichtigen Beitrag zur Internationalisierung der chinesischen Währung, indem sie 500 Mio. Euro ihrer Devisenreserven in Renminbi-Vermögenswerten anlegte.⁶³

Die internationale Rolle des Euro schwächte sich 2016 vor allem infolge der durch den Brexit ausgelösten Unsicherheit über die künftige Architektur des europäischen Kapitalmarktes ab. Der Anteil des Euro an den ausstehenden internationalen Schuldverschreibungen ging um 0,4 Prozentpunkte auf 22 Prozent zurück. Nur noch 20,4 Prozent der globalen Fremdwährungsschulden wurden in Euro aufgenommen, ein Minus von 4,4 Prozent. Dennoch blieb der Euro unangefochten die zweitwichtigste Währung der Welt. Der Anteil des Euro an den weltweiten Devisenreserven (gemessen anhand konstanter Wechselkurse) stieg 2016 sogar erstmals seit fünf Jahren wieder leicht an, und zwar um 0,3 Prozentpunkte auf 19,7 Prozent, während der Anteil des US-Dollar weiterhin 64 Prozent betrug.⁶⁴ Einen beachtlichen Anstieg verzeichnete der Euro auch bei seinem Einsatz für internationale Zahlungen, von denen im August 2017 32,91 Prozent in Euro und 40,72 Prozent in US-Dollar (Juli 2016: 30,82 Prozent beziehungsweise 40,97 Prozent) abgewickelt wurden.⁶⁵

EZB-Bankenaufsicht: Die ersten Testfälle

Im November 2017 war es drei Jahre her, dass der EZB zusätzlich zur Geldpolitik die Aufgabe übertragen worden war, als Spitze des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism, SSM) die Bankenaufsicht im Euroraum – der damit zugleich zur Bankenunion wurde – zu verantworten. Heute beaufsichtigt die EZB direkt rund 130 bedeutende Kreditinstitute, während rund 3.200 Banken indirekt unter Rückgriff auf die nationalen Aufsichtsbehörden von ihr beaufsichtigt werden. Die EZB hat dabei weitreichende Befugnisse: Als Bankenaufseherin ist die EZB unter anderem dazu befugt, Kapitalbeteiligungen im Bankensektor im Interesse der Finanzstabilität zu überprüfen. Die EZB leitete deshalb im Juli 2017 ein sogenanntes Inhaberkontrollverfahren ein, um zu untersuchen, ob die jeweils knapp zehnpromtigen Beteiligungen des chinesischen Konglomerates HNA sowie der königlichen Familie von Qatar an der Deutschen Bank den Soliditätsstandards des EU-Bankenaufsichtsrechts entsprechen.⁶⁶ Die EZB kann ferner bei einer Verletzung aufsichtlicher Standards empfindliche Geldbußen verhängen. Diese Befugnis übte die EZB erstmals im August 2017 aus, als sie die irische Bank Permanent tsb mit einer Geldbuße von 2,5 Mio. Euro belegte, nachdem diese sieben Monate lang besondere Liquiditätsanforderungen nicht erfüllt hatte.⁶⁷

Zu den wichtigsten Arbeitsfeldern der EZB als Bankenaufseherin gehörten im Berichtszeitraum die weitere Harmonisierung der Anwendung einheitlicher Aufsichtsstandards im Euroraum sowie die Reduzierung der in den Banken einiger Eurostaaten nach wie vor vorhandenen notleidenden Kredite (non-performing loans, NPL). Ende 2016 lasteten auf den Bankenbilanzen NPL-Bestände von 921 Mrd. Euro, wobei die EZB einen Rückgang um 54 Mrd. Euro gegenüber dem Vorjahr verzeichnen konnte. Im Frühjahr 2017 machten in Italien NPL 14,6 Prozent aller Kredite aus (-0,8 Prozent seit 2014), in Portugal 16,1

63 Financial Times: ECB gives renminbi its forex seal of approval, 14.6.2017, S. 2.

64 Europäische Zentralbank: The international role of the euro, Juli 2017, S. 10.

65 SWIFT: RMP Tracker, September 2017, S. 3, abrufbar unter: <https://www.swift.com> (letzter Zugriff: 30.10.2017).

66 Financial Times: Brussels eyes HNA-Deutsche probe, 19.7.2017, S. 11; FAZ: Wie verlässlich sind die Investoren aus Qatar und China?, 18.7.2017, S. 24.

67 Financial Times: ECB supervisor imposes first liquidity fine, 29.8.2017, S. 4.

Prozent (-6,8 Prozent), in Zypern 34,4 Prozent (-18,3 Prozent) und in Griechenland 39,8 Prozent (-13 Prozent) (EU-Durchschnitt: 4,1 Prozent, -0,7 Prozent seit 2014).⁶⁸ Ein EZB-Leitfaden für Banken zu notleidenden Krediten vom 20. März 2017 soll die schrittweise Rückführung der NPL-Bestände befördern.

Für die noch junge Europäische Bankenunion kam es 2017 zu den ersten praktischen Testfällen, als eine bedeutende Bank in Spanien sowie drei Banken in Italien in Schieflage gerieten.⁶⁹ Die EZB war dabei gefordert, in enger Zusammenarbeit mit den übrigen Institutionen der Bankenunion – dem Einheitlichen Abwicklungsmechanismus (Single Resolution Mechanism, SRM) mit der Einheitlichen Abwicklungsbehörde (Single Resolution Board, SRB) sowie der Europäischen Kommission, die in ihrer Eigenschaft als Wettbewerbsbehörde für die Beaufsichtigung staatlicher Beihilfen an Banken ausschließlich zuständig ist – die Grundprinzipien der Bankenunion im Interesse der Finanzstabilität zur Anwendung zu bringen. Je nach Größe und Bedeutung des jeweiligen Instituts konnten sich dabei unterschiedliche Lösungen im Einzelfall ergeben.

So stufte die EZB den erheblich mit notleidenden Krediten belasteten spanischen Banco Popular Anfang Juni 2017 als „ausfallend oder wahrscheinlich ausfallend“ und damit als nicht überlebensfähig ein. Dies aktivierte den Europäischen Abwicklungsmechanismus, der nun in Abstimmung mit dem spanischen Bankenaufseher und der Kommission über Nacht entscheiden musste, ob der Banco Popular abgewickelt oder verkauft werden musste. Die Aufseher entschied am Ende, Banco Popular für den symbolischen Wert von einem Euro an Banco Santander zu verkaufen; im Gegenzug musste Banco Santander 7 Mrd. Euro in die Stabilisierung der erworbenen Bank investieren. Diese Entscheidung, bei der kein Cent an Steuergeldern floss und rund 300.000 Aktionäre von Banco Popular ihre Anteile verloren, während zugleich die Einlagen von 4,6 Mio. Kunden gesichert werden konnten, wurde weitgehend als Musterbeispiel für eine erfolgreiche Anwendung der Regeln der Bankenunion angesehen,⁷⁰ auch wenn zahlreiche Anteilseigner gegen die Entscheidung zu Gericht zogen.⁷¹

Kontroverser wurde die Lösung im Fall der italienischen Bank Monte dei Paschi di Siena (MPS) beurteilt, die bereits 2016 in erhebliche finanzielle Schwierigkeiten geraten war.⁷² Nach monatelangen Verhandlungen vereinbarten EZB, Kommission und der italienische Finanzminister, dass bei MPS die europäischen Regeln für eine ausnahmsweise mögliche „vorsorgliche Rekapitalisierung“ zur Anwendung gebracht werden konnten. Dies erlaubte dem italienischen Staat, 5,4 Mrd. Euro zur Stabilisierung der MPS zuzuschießen.⁷³ Vorbedingung war, dass die EZB als Bankenaufseherin bestätigte, dass die MPS solvent war und die Mindestkapitalanforderungen erfüllte, dass Italien eine Zusage privater Investoren vorlegen konnte, die zum Ankauf der notleidenden Kredite der MPS in Höhe von 26 Mrd. Euro bereit waren, und dass die Anteilseigner und nachrangigen Gläubiger der MPS mit 4,3 Mrd. Euro zur Stabilisierung der Bank beitrugen.⁷⁴ Verschont

68 Vgl. Andre Tauber: Zeitbombe für die Euro-Zone, in: Die Welt, 10.4.2017, S. 11.

69 Siehe auch die Beiträge „Spanien“ und „Italien“ in diesem Buch.

70 Vgl. Financial Times: Santander buys Popular for €1 after ECB triggers bailout, 8.6.2017, S. 1; FAZ: Spanische Bankenrettung über Nacht, 8.6.2017, S. 17.

71 Vgl. Financial Times: Brussels hit by further Banco Popular lawsuit, 18.8.2017, S. 20.

72 FAZ: Italien plant 20 Milliarden Euro für Krisenbanken ein, 21.12.2016, S. 15; SZ: Eine Bank wie ein Dorf, 23.12.2016, S. 4.

73 FAZ: Italien erlässt Dekret zur Rettung von Monte Paschi, 31.7.2017, S. 20.

74 Vgl. Europäische Kommission: Staatliche Beihilfen: Kommission genehmigt vorsorgliche Rekapitalisierung der italienischen Bank Monte dei Paschi di Siena (MPS), Pressemitteilung, 4. Juli 2017, IP/17/1905.

wurden durch diese Lösung die Kunden der Bank, die ihre Ersparnisse aufgrund irreführender Angaben seitens der MPS nicht auf Konten der Bank eingelegt, sondern in Anteilscheine investiert hatten. Vor allem wegen dieser Sonderregelung wurde die Rettung der MPS gerade in Deutschland schon im Frühstadium des Verfahrens als „Sündenfall“⁷⁵ und als „Tabubruch“⁷⁶ kritisiert, wobei die auch bei der MPS-Rettung vorgenommene Beteiligung privater Gläubiger regelmäßig ausgeblendet wurde.

Noch kritischer betrachtet wurde der Fall der beiden regionalen italienischen Institute Banca Popolare di Vicenza und Veneto Banca. Beide Banken waren angesichts hoher NPL-Bestände (37 Prozent) alleine kaum überlebensfähig, hatten allerdings viele Anteile unter meist irreführenden Angaben an private Kleinsparer veräußert. Nach monatelangem Ringen entschieden die Aufsichtsbehörden der Bankenunion, dass die beiden Institute liquidiert werden mussten. Wie bereits beim spanischen Banco Popular beurteilte die EZB die beiden Banken am 23. Juni 2017 als „ausfallend oder wahrscheinlich ausfallend“. Allerdings waren die beiden regionalen Kreditinstitute aus Euroraum-Sicht mit einem Marktanteil von nur jeweils rund 1 Prozent der Einlagen in Italien viel zu unbedeutend, um über den Europäischen Abwicklungsmechanismus liquidiert zu werden; die Einheitliche Abwicklungsbehörde zog deshalb das Verfahren nicht an sich, da kein europäisches öffentliches Interesse dafür bestand. Der Marktaustritt der beiden Banken hatte somit nach italienischem Insolvenzrecht stattzufinden. Italien konnte mit staatlichen Geldern die schweren wirtschaftlichen Folgen der Liquidation beider Institute in der Region Venetien abfedern, musste dabei aber die von der Kommission überwachten EU-Regeln über staatliche Beihilfen beachten. Italien organisierte dementsprechend den Verkauf von Sparten der beiden Banken samt des Transfers von Angestellten an Banca Intesa Sanpaolo, die zweitgrößte italienische Bank, sowie die Abwicklung der verbleibenden Insolvenzmasse über eine „Bad Bank“. Diese Maßnahmen wurden über Darlehen von Intesa finanziert. Der italienische Staat steuerte Zuschüsse von 4,785 Mrd. Euro⁷⁷ sowie staatliche Garantien von bis zu 12 Mrd. Euro bei. Die Kommission bestand dabei darauf, dass die bisherigen Anteilseigner und Inhaber nachrangiger Schuldtitel der beiden Banken in vollem Umfang zu den Kosten beitrugen.⁷⁸ Private Kleinanleger der beiden Banken blieben dagegen ebenso verschont wie die geschützten Bankeinlagen. Die Entscheidung löste vor allem in der deutschen Öffentlichkeit harsche Kritik aus: Die Regeln der Bankenunion seien in empörender Weise umgangen worden⁷⁹ und müssten umgehend verschärft werden.⁸⁰

Bei näherer Betrachtung erscheint eine nuancierte Beurteilung der ersten Testfälle der Europäischen Bankenunion geboten. Positiv erscheint zunächst, dass nicht überlebensfähige Banken wie der spanische Banco Popular und die beiden venetischen Regionalbanken unter europäischer Aufsicht geordnet aus dem Markt ausgeschieden sind. Weder lösten die Vorfälle eine neue Finanzkrise aus noch gingen die Einlagen von Bankkunden

75 FAZ: Sündenfall Monte dei Paschi, 24.12.2016, S. 19.

76 Handelsblatt: Tabubruch, 6.12.2016, S. 27.

77 Vgl. Financial Times: Rome agrees to pump €5bn of taxpayer cash into failed banks, 26.6.2017, S. 1.

78 Vgl. Europäische Kommission: Staatliche Beihilfen: Kommission genehmigt Beihilfe für den Marktaustritt der Banca Popolare di Vicenza und der Veneto Banca gemäß dem italienischen Insolvenzrecht, einschließlich des Verkaufs einiger Teile von Intesa Sanpaolo, Pressemitteilung, 25. Juni 2017, IP/17/1791.

79 SZ: Als erstes eine Ausnahme, 27.6.2017, S. 21; FAZ: Harte Kritik an Staatshilfen für Italiens Banken, 27.6.2017, S. 15.

80 Financial Times: Germany calls for tighter rules after Rome's €17bn banks wind-up, 27.6.2017, S. 1; Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung: Faules Versprechen, 2.7.2017, S. 22.

verloren. Vielmehr konnten am Morgen nach den Entscheidungen der Institutionen der Bankenunion die betroffenen Banken (wenn auch zum Teil mit neuen Inhabern) ihre Kundenshalter wieder öffnen. Dies ist keine kleine Leistung für eine Bankenunion, die vor allem deshalb gegründet wurde, um Ansteckungseffekte zwischen den europäischen Banken sowie systemische Krisen zu verhindern. Zwar floss in zwei der drei Fälle auch Geld des Steuerzahlers. Allerdings wurden die Kosten für den Fiskus auch in diesen Fällen dadurch begrenzt, dass Anteilseigner und nachrangige Gläubiger an der Finanzierung beteiligt wurden. Zu berücksichtigen ist ferner die unterschiedliche Ausgangslage des Bankensystems Spaniens, das 2012 mithilfe eines Kredits des Europäischen Stabilitätsmechanismus in Höhe von 41 Mrd. Euro umfassend saniert wurde⁸¹, und Italiens, in dem eine umfassende Sanierung mit europäischer Unterstützung nicht stattgefunden hat.⁸² Natürlich wäre es besser, wenn der auch nur teilweise Rückgriff auf den Steuerzahler in solchen Fällen gänzlich vermieden werden könnte. In den italienischen Fällen wären dann jedoch zahlreiche Kleinsparer zu den Opfern europäischer Prinzipien geworden. Kritisch anzumerken ist auch, dass die Unabhängigkeit des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus unter Leitung der EZB solange nicht in vollem Umfang gewährleistet ist, solange die Verantwortlichen für vergangene Fehler der nationalen Bankenaufsicht weiterhin in den Entscheidungsgremien der Bankenunion eine maßgebliche Rolle spielen. Die Lehre aus den drei Fällen ist daher: Wer sicherstellen will, dass Steuerzahler nie mehr zur Stützung von Banken in Anspruch genommen werden, muss erstens dafür sorgen, dass die nationalen Insolvenzregeln für die gesamte Bankenunion vereinheitlicht werden (die Kommission hat dazu Ende 2016 Vorschläge vorgelegt);⁸³ zweitens, dass die Unabhängigkeit von nationalen Interessen hinsichtlich der Entscheidungsträger des Einheitlichen Aufsichtsmechanismus weiter ausgebaut wird; und drittens, dass die Arbeiten an einer europäischen Rückversicherung für nationale Einlagensicherungssysteme, wie sie von der Kommission mit Unterstützung der EZB bereits im November 2015 vorgeschlagen wurde, zügig zum Abschluss gebracht werden. Denn der nächste Testfall kommt bestimmt. So bemühen sich derzeit die deutschen Aufsichtsbehörden um den Verkauf der wegen notleidender Schiffskredite ins Straucheln geratenen HSH Nordbank.⁸⁴ Diese muss abgewickelt werden, sollte sich bis Ende Februar 2018 kein Käufer finden. Es wird sich zeigen, ob in diesem Fall die 2017 gerade von deutschen Politikern lautstark eingeforderte Orthodoxie der Bankenunion – also die Durchsetzung des Prinzips „kein Cent an Steuerzahlergeld für gescheiterte Banken“ – zur Anwendung gebracht wird oder sich nicht auch die deutschen Aufseher für eine „venetische Lösung“ entscheiden werden.

Zehn Jahre nach der Finanzkrise: Jetzt eine Reform der Währungsunion?

2017 wird wohl als das Jahr in die Währungsgeschichte eingehen, in dem die globale Finanzkrise endlich überwunden wurde. Die 70jährige Fed-Chefin Janet Yellen (deren Amtszeit US-Präsident Trump trotz ihres großen Ansehens nicht über Februar 2018 hinaus verlängerte) sagte im Juni 2017 während einer Veranstaltung der Londoner Börse, sie halte es angesichts der seit der Krise getroffenen Maßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems nicht für wahrscheinlich, dass es zu ihren Lebzeiten noch einmal zu einer großen

81 Vgl. Financial Times: Decisive Madrid shows edge over sluggish Italians, 8.6.2017, S. 13.

82 Vgl. Financial Times: Italy shows EU banking union still has far to go, 27.6.2017, S. 8.

83 Vgl. Interview mit SRB-Chefin Elke Koenig in: Financial Times: Tighter EU curbs urged on winding down banks, 8.8.2017, S. 3.

84 Vgl. Saskia Littmann/Cornelius Welp: Italien an der Elbe, in: WirtschaftsWoche, 7.7.2017.

Finanzkrise kommen würde.⁸⁵ Und der ebenfalls 70jährige EZB-Präsident Draghi (dessen Amtszeit noch bis Ende Oktober 2019 dauert) erklärte auf seiner Pressekonferenz im März 2017 selbstbewusst, der Euro sei heute ein Transmissionsriemen für Solidarität zwischen den Eurostaaten. Die einheitliche Währung würde mehr denn je vom politischen Willen der Euroraum-Mitglieder getragen. Der Euro sei deshalb von Dauer und unwiderruflich. Sogar der ewige Eurokritiker Hans-Werner Sinn änderte 2017 seine pessimistische Meinung zum Euro und räumte ein, dass der von ihm immer wieder prophezeite „große Knall“ nun doch nicht kommen werde.⁸⁶

Es ist ohne Zweifel ein gutes Zeichen, dass die Debatte um das Währungs- und Finanzsystem heute nicht mehr täglich von Untergangsszenarien bestimmt wird. Die verbesserte Gesamtlage sollte allerdings gerade für den Euroraum kein Anlass zu übermäßiger Selbstzufriedenheit sein. Die Bereinigung des europäischen Bankensystems von notleidenden Krediten wird noch viele Jahre in Anspruch nehmen. Der Ausgang der Bundestagswahl im September sowie der österreichischen und tschechischen Parlamentswahlen im Oktober 2017 zeigt, dass das Gespenst des Populismus trotz zwischenzeitlicher Erfolge noch längst nicht gebannt ist, und in Italien steht eine weitere schwierige Auseinandersetzung an den Wahlurnen im Frühjahr 2018 bevor. Damit die EZB mit ihrer Geldpolitik ihre stabilisierende Arbeit fortsetzen kann, sind daher weitere Reformen der Wirtschafts- und Währungsunion⁸⁷ dringend geboten. Die Anstöße, die dazu im September 2017 zunächst von Kommissionspräsident Juncker und später von Frankreichs Präsident Macron gegeben wurden, sind deshalb in der EZB, die schon lange für stärkere Institutionen gerade in der Wirtschaftsunion und für eine Fiskalkapazität auf Euroraum-Ebene plädiert, auf Zustimmung gestoßen. Noch gewöhnen muss sich die EZB allerdings an die vor allem von Juncker hervorgehobene Tatsache, dass nach dem Brexit der Euroraum 83 Prozent des BIP der Europäischen Union ausmachen wird, weshalb neue Institutionen speziell für den Euroraum, wie sie die EZB traditionell befürwortet, kaum noch sinnvoll erscheinen. Stattdessen ist die geographische Vollendung der Währungsunion heute ein wichtiger Teilaspekt ihrer institutionellen Stärkung. Die in Dänemark und Schweden Mitte 2017 begonnene Debatte um einen Beitritt zur Bankenunion weist bereits in diese Richtung.⁸⁸

Weiterführende Literatur

Markus K. Brunnenmeier/Harold James/Jean-Pierre Landau: *The Euro and the Battle of Ideas*, Princeton/Oxford 2016.

Mohamed A. El-Erian: *The Only Game in Town. Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*, New Haven/London 2016.

Dermot Hodson: *The European Central Bank: New powers and new institutional theories*, in: Dermot Hodson/John Peterson (Hrsg.): *The Institutions of the European Union*, Oxford 2017.

David Howarth/Lucia Quaglia: *The Political Economy of European Banking Union*, Oxford 2016.

Europäische Zentralbank: *Jahresbericht 2016*, Frankfurt am Main 2017.

Europäische Zentralbank: *EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit*, Frankfurt am Main 2017.

Jari Friebe/Janka Petőcz/Karl Croonenborghs: *The principle of central bank independence and its monitoring by the European Commission*, in: *Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 22/2016, S. 849-855.

Régis Vabres: *La Banque centrale européenne. Regards croisés, droit et économie*, Brüssel 2016.

85 Vgl. FAZ: *Nie wieder Finanzkrise?*, 30.6.2017, S. 19.

86 Vgl. SZ: *„Der große Knall wird nicht kommen“*, 21.12.2016, S. 20.

87 Siehe auch die Beiträge *„Wirtschaftspolitik“* und *„Währungspolitik“* in diesem Buch.

88 *Financial Times*: *EU banking union: Scandi dramas*, 14.7.2017, S. 12.