

Europäische Zentralbank

Martin Selmayr*

Fünf Jahre Wachstum in Folge. 9,2 Mio. neue Arbeitsplätze seit 2013. Ein im Mittel auf 0,6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gesunkenes Defizit der Eurostaaten. Eine Preissteigerungsrate von gerade 1,7 Prozent seit Einführung des Euro. Für Mario Draghi, den Präsidenten der Europäischen Zentralbank (EZB), und seine mittlerweile 3.384 Mitarbeiter (1.028 davon in der Bankenaufsicht) bestand zehn Jahre nach Ausbruch der globalen Finanzkrise an sich Grund zur Zufriedenheit, zumal sich in einer Eurobarometer-Umfrage 74 Prozent der Bürger im Euroraum für den Euro aussprachen.¹ Auch konnte Griechenland im August wie geplant sein Stabilisierungsprogramm verlassen. Allerdings ließ ab Jahresmitte die starke Konjunktur nach (BIP-Wachstum 2017: 2,5 Prozent; 2018: knapp 2 Prozent). Christine Lagarde, Chefin des Internationalen Währungsfonds, sprach bereits vom Beginn eines globalen wirtschaftlichen Wetterumschwungs.² In den USA folgten der ‚America‘-First-Rhetorik von Präsident Donald Trump eine extrem prozyklische Fiskalpolitik und ein Handelskrieg mit China. Auch die EU-Mitgliedstaaten gerieten ins Visier von US-Strafzöllen auf Stahl und Aluminium. Maßnahmen gegen die Automobilindustrie konnte Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker durch eine Absprache mit Präsident Trump im Juli 2018 vorerst abwenden. Aus Sicht der EZB gehört der Protektionismus aber gegenwärtig zu den größten Risikofaktoren für die Weltwirtschaft.³ Unsicherheit besteht auch wegen der nach wie vor ungeklärten Bedingungen des für den 29. März 2019 angekündigten Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU; ein harter ‚Brexit‘ ohne Übergangsfrist ist nicht mehr auszuschließen. Schließlich wurde Italien erneut zur Belastung für den Euroraum. Rechtspopulisten (Lega Nord) und Linkspopulisten (Fünf-Sterne-Bewegung), die nach den Parlamentswahlen im Mai eine Koalition eingegangen waren, verfolgten gegenüber den EU-Institutionen einen Konfrontationskurs.⁴ Im Oktober 2018 beschlossen sie in Abweichung von allen bisherigen Zusagen einen expansiven „Haushalt des Volkes“ (2,4 Prozent Neuverschuldung statt 1 Prozent, bei einem Schuldenstand von 131 Prozent des BIP), weshalb die Kommission den Entwurf formell beanstandete. In Folge erhöhte sich der Renditeabstand zwischen italienischen und deutschen Staatsanleihen auf über 300 Basispunkte. Dies verteuerte die Finanzierung der italienischen Banken, deren Portfolios bis zu 90 Prozent aus italienischen Staatsanleihen bestehen. Der EZB, die 2017 eine schrittweise Normalisierung ihrer Geldpolitik eingeleitet hatte, machte dies die Erfüllung ihrer Aufgabe im 20. Jahr ihres Bestehens⁵ nicht leichter.

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

1 Dies ist die zweithöchste jemals erreichte Zustimmungsrage. 2002 und 2003 waren es 75 Prozent.

2 Christine Lagarde: ‚Steer, Don't Drift‘: Managing Rising Risks to Keep the Global Economy on Course, Rede vom 1.10.2018.

3 Vgl. Allan Gloe Dizioli/Björn van Roye: Makroökonomische Implikationen des zunehmenden Protektionismus, in: EZB, Wirtschaftsbericht 6/2018, S. 40 ff.

4 Martin Wolf: Italy's new rulers could shake the euro, in: Financial Times, 23.5.2018, S. 9.

5 Vgl. Jan Mallien/Frank Wiebe: EZB-Jubiläum: Von Anfang an ein Geschöpf der Politik, in: Handelsblatt, 1./2./3.6.2018, S. 22-25; Marcel Fratzscher: Falscher Sündenbock, in: Handelsblatt, 6.6.2018, S. 48.

Geldpolitik: Ende der Ära des ‚Quantitative Easing‘

Trotz mancher Gegenwinde zeigte sich die EZB entschlossen, ihren geldpolitischen Kurs mit ruhiger Hand fortzusetzen und sich dabei fest an der Datenlage zu orientieren. Ausgangspunkt waren vier Beschlüsse, die der EZB-Rat am 26. Oktober 2017 getroffenen hatte.

Erstens beließ der EZB-Rat die EZB-Leitzinsen für 2018 unverändert auf ihrem seit März 2016 festgesetzten historisch niedrigen Niveau: den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte bei 0 Prozent, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bei 0,25 Prozent und den Zinssatz für die Einlagefazilität bei - 0,4 Prozent.

Zweitens beschloss der EZB-Rat, angesichts des zunächst kräftigen Wirtschaftswachstums und eines leichten, wenn auch noch unzureichenden Aufwärtstrends der Eurorauminflation (Inflationsrate 2017: 1,5 Prozent), das Ausmaß der Ankäufe gemäß dem EZB-Programm zum Ankauf von Vermögenswerten des öffentlichen und privaten Sektors (‚Asset Purchase Programme‘, APP, auch ‚Quantitative Easing‘ genannt⁶) von 60 Mrd. Euro pro Monat auf 30 Mrd. Euro pro Monat zurückzunehmen, und zwar ab Januar und bis jedenfalls September 2018. Ob und wann das Ankaufprogramm nach September 2018 zu beenden war, hing für die EZB von einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung ab. Diese wollte die EZB anhand von drei Kriterien feststellen: Konvergenz – hin zum mittelfristigen Ziel der EZB, im Euroraum eine Preissteigerungsrate von unter, aber nahe 2 Prozent zu erreichen; Vertrauen – also messbare längerfristige Inflationserwartungen, die mit dem Inflationsziel der EZB im Einklang stehen; sowie Widerstandsfähigkeit – das heißt eine selbsttragende Inflationsentwicklung, die nicht mehr von einer Fortsetzung des ‚Quantitative Easing‘ abhängig war.

Drittens flankierte die EZB die Niedrigzinspolitik und das Ankaufprogramm APP mit drei expliziten Orientierungen über die künftige Ausrichtung der Geldpolitik (‚Forward Guidance‘): (1) „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 ihrem aktuellen Niveau bleiben werden.“⁷ Eine Zinserhöhung war nach dieser ‚Forward Guidance‘ nicht vor 2019 zu erwarten. (2) „Sollte sich der Ausblick eintrüben oder sollten die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so ist der EZB-Rat bereit, das APP im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.“⁸ Die Reduzierung des Volumens der monatlichen Ankäufe von Vermögenswerten von 60 Mrd. Euro auf 30 Mrd. Euro steht nach dieser ‚Forward Guidance‘ der EZB zum APP also unter einem Lockerungsvorbehalt (‚APP Easing Bias‘) und kann erforderlichenfalls umgekehrt werden. (3) „Das Eurosystem wird die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen.“⁹ Die EZB will also öffentliche und private Wertpapiere, die sie im Rahmen ihres Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erwirbt, bei Fälligkeit durch neu anzukaufende Wertpapiere ersetzen, und zwar weit über das Auslaufen des APP hinaus. Dies bedeutet, dass die EZB ihre durch das Ankaufprogramm vervierfachte Bilanz auch künftig nicht reduzieren,

6 Ende 2017 machten öffentliche Anleihen (das heißt Anleihen von Eurostaaten und anderen staatsnahen Emittenten sowie von supranationalen Institutionen) mit 1,9 Bio. Euro 83 Prozent des APP Portfolios aus; 25 Mrd. Euro (1 Prozent) waren ‚Asset Backed Securities‘, 241 Mrd. Euro (11 Prozent) gedeckte Schuldverschreibungen und 132 Mrd. Euro (6 Prozent) Unternehmensanleihen, Zahlen (gerundet) nach EZB, Jahresbericht 2017, S. 56 f.

7 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 26.10.2017.

8 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 26.10.2017.

9 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 26.10.2017.

sondern den aktuellen Grad an geldpolitischer Lockerung „für längere Zeit“ aufrechterhalten wird. Die Marktteilnehmer können sich infolge dieser ‚Forward Guidance‘ zu den Reinvestitionen darauf einstellen, dass die EZB auf absehbare Zeit stark im Markt präsent bleiben wird. Die EZB macht zudem ihre Reinvestitionen auf ihrer Website transparent; dort ist für jeweils die nächsten zwölf Monate einsehbar, in welchem Wert Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors monatlich fällig und in welchem Volumen somit Reinvestitionen stattfinden werden.¹⁰ So wurden im Oktober 2018 fällig werdende öffentliche und private Wertpapiere im Wert von 23,718 Mrd. Euro von der EZB durch Reinvestitionen ersetzt. Im Januar 2019 wird die EZB Reinvestitionen im Wert von 25,579 Mrd. Euro tätigen.

Viertens kündigte der EZB-Rat an, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis Ende 2019 weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen. Bis auf Weiteres will die EZB also an dem unmittelbar nach dem Konkurs von Lehman Brothers beschlossenen¹¹ Mechanismus festhalten, wonach Zentralbankgeld nicht im Zinswettbewerb versteigert wird, sondern die Nachfrage der Banken stets zu 100 Prozent von der EZB zum geltenden Leitzins gedeckt wird.

2018 ermöglichten das kräftige, wenn auch in der zweiten Jahreshälfte schwächer werdende Wirtschaftswachstum sowie langsam anziehende Inflationsraten der EZB, die im Oktober 2017 eingeleitete Normalisierung ihrer Geldpolitik schrittweise fortzusetzen. Positiv verzeichnen konnte die EZB dabei die Breite des Wirtschaftswachstums, das den gesamten Euroraum erreichte; die Streubreite des Wertschöpfungswachstums zwischen den Eurostaaten war niedriger als zu Beginn der Währungsunion.¹² Ein wichtiger Faktor für die EZB war auch der seit langem wieder zu verzeichnende Anstieg der Tariflöhne; die Experten der EZB erwarteten im März 2018 eine Beschleunigung des Wachstums des Entgelts je Arbeitnehmer von 1,6 Prozent im Jahr 2017 auf 2,3 Prozent im Jahr 2020.

Einen ersten, noch behutsamen Schritt zur weiteren Normalisierung unternahm der EZB-Rat bei seiner Sitzung am 8. März 2018. Er strich – durch einstimmigen Beschluss – die ‚Forward Guidance‘ zu seinem Ankaufprogramm APP, hielt sich also nicht mehr explizit die Option offen, die Anleihekäufe auszuweiten. Das Streichen dieses ‚APP Easing Bias‘ zeigte, dass die EZB zuversichtlich war, bei fortgesetzter Konjunktur- und Inflationsentwicklung das APP zum Jahresende auslaufen lassen zu können.

Auf seiner Sitzung vom 14. Juni 2018 in Riga (Lettland) konkretisierte der EZB-Rat den geldpolitischen Normalisierungskurs für die Zeit nach September 2018. Er äußerte zunächst die Erwartung, ab Oktober und bis zum Jahresende das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten von monatlich 30 Mrd. Euro auf 15 Mrd. Euro zu reduzieren. Der EZB-Rat äußerte zugleich die Erwartung, dass das APP dann enden solle und erklärte sich damit erstmals bereit, seine Ankäufe zu ‚tapern‘, also auf null zurückzufahren.¹³ Der EZB-Rat war zuvor zu dem Schluss gekommen, dass sich die Gesamtinflation und die Inflation ohne Nahrungsmittel und

10 ‚APP Redemptions‘: unter ‚Monetary Policy‘, ‚Instruments‘, ‚Asset purchase programmes‘, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (letzter Zugriff: 4.11.2018).

11 Vgl. Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2009, Baden-Baden 2009, S. 93-102 (S. 94).

12 EZB: Jahresbericht 2017, S. 7, 16 f., Abbildung 8. 2017 wurde mit 0,75 das niedrigste Gefälle der Wachstumsraten im Euroraum (gemessen in Standardabweichungen der Bruttowertschöpfung) in der Geschichte der Währungsunion verzeichnet; 1998 hatte das Gefälle noch 1,47 betragen.

13 Claire Jones/Michael Hunter: ECB moves to pull plug on €2.4 tn stimulus scheme by end of year, in: Financial Times, 15.6.2018, S. 1; Alexander Hagelüken: Draghis späte Wende, in: Süddeutsche Zeitung, 15.6.2018, S. 15.

Energie den Projektionen zufolge im Jahr 2020 auf 1,7 Prozent beziehungsweise 1,9 Prozent belaufen werden (Inflationsrate im Mai 2018: 1,9 Prozent), also nun mit der EZB-Marke von unter, aber nahe 2 Prozent konvergieren. Was das Vertrauen in die weitere Inflationsentwicklung angehe, so habe die Unsicherheit über die Inflationsaussichten spürbar nachgelassen und sich das Deflationsrisiko de facto aufgelöst. Schließlich seien die Inflationserwartungen mittlerweile widerstandsfähig, hingen also immer weniger von weiteren Verlängerungen des APP ab. Vor diesem Hintergrund formulierte der EZB-Rat einstimmig seine Erwartung, dass die Politik des fortgesetzten ‚Quantitative Easing‘ – die in den USA bereits im Oktober 2014 eingestellt worden war – im Euroraum Ende 2018 beendet werden könne. Vom ‚Ende einer Ära in Europa‘ war deshalb unter Marktteilnehmern die Rede;¹⁴ einige sprachen bereits – auch angesichts der parallel von der US-Federal Reserve beschlossenen siebten Zinserhöhung seit 2015 – vom Wechsel von einer Welt des ‚Quantitative Easing‘ zu einem ‚Quantitative Tightening‘-Regime.¹⁵

Um gegenüber solchen Stimmen den Märkten zu versichern, dass die Geldpolitik im Euroraum auch nach Ende des APP locker („akkommodierend“) bleiben werde, bekräftigte die EZB am 14. Juni 2018 ihre ‚Forward Guidance‘ zu den Reinvestitionen, also die Absicht, auch nach Abschluss des Ankaufprogramms die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere „für längere Zeit“ neu anzulegen. „Das Wertpapierkaufprogramm bleibt bestehen“, unterstrich Präsident Draghi. „Es bleibt Teil unseres Instrumentenkastens.“¹⁶ Zugleich präzisierte der EZB-Rat seine ‚Forward Guidance‘ zu den Leitzinsen, indem er sie um eine explizite zeitpunktbasierte und zustandsabhängige Komponente ergänzte. Danach sollen die EZB-Leitzinsen „mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich“ auf ihrem aktuell niedrigen Niveau belassen werden, „um sicherzustellen, dass die Inflationsentwicklung weitgehend mit den derzeitigen Erwartungen eines nachhaltigen Anpassungspfads übereinstimmt.“¹⁷ Etwas Verwirrung entstand hinsichtlich der Formulierung „mindestens über den Sommer 2019“, da diese in einigen von nationalen Zentralbanken erstellten Übersetzungen zunächst mit „mindestens bis zum Ende des Sommers 2019“ oder mit „mindestens bis zum Sommer 2019“ wiedergegeben worden war, was auf die Möglichkeit einer Zinserhöhung entweder erst im September oder noch im Juni/Juli 2019 hingewiesen hätte.¹⁸ Die EZB betonte demgegenüber, dass allein der englischsprachige Text der EZB-Ratsbeschlüsse („at least through the summer of 2019“) authentisch ist.¹⁹ Die EZB zieht also eine Zinserhöhung allerfrühestens im September 2019²⁰ in Betracht. Wahrscheinlicher ist eine solche Entscheidung auf der Sitzung am 24. Oktober 2019, der letzten EZB-Ratssitzung unter Präsident Draghi, dessen achtjährige Amtszeit am 31. Oktober 2019 endet.

14 Aberdeen Standard, zitiert nach Frankfurter Allgemeine Zeitung: Europäische Aktien gewinnen. Der Euro verliert, 15.6.2018, S. 27.

15 Vgl. Robin Wiggelsworth/Kate Allen/Roger Blitz: Halycon days recede as ECB and Fed step back. Investors rush to revamp their portfolios after landmark week sees central banks embark on quantitative tightening, in: Financial Times, 16./17.6.2018, S. 13. Im August 2018 schrumpften erstmals seit zehn Jahren die Zentralbankbilanzen weltweit (von 32 auf 31 Prozent der Staatsverschuldung); vgl. Kate Allen/Keith Fray: QE retreat: Central banks' balance sheets start to shrink, Financial Times, 28.8.2018, S. 11.

16 Zitiert nach Financial Times: Draghi treads middle path in ending stimulus, 15.6.2018, S. 4.

17 Philipp Plickert: Die Zinsen bleiben niedrig, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 15.6.2018, S. 13.

18 Claire Jones: Lost in translation. Draghi expects grilling over mixed ECB messages on rates, Financial Times, 26.7.2018, S. 2.

19 So Draghi auf der EZB-Presskonferenz am 13.7.2018.

20 Bestätigend Draghis Antwort auf eine Journalisten-Frage auf der EZB-Presskonferenz am 14.6.2018.

Schließlich betonte der EZB-Rat in seiner Juni-Sitzung die Bereitschaft, seine Instrumente gegebenenfalls anzupassen, um sicherzustellen, dass sich die Inflationsrate auf mittlere Sicht weiterhin nachhaltig einem Niveau von unter, aber nahe 2 Prozent annähert. In dieser Formulierung, welche der EZB für die Zukunft alle Optionen offen hielt, zeigte sich, dass jedenfalls einige Mitglieder des EZB-Rats ein gewisses Risiko sahen, dass weltwirtschaftliche Risikofaktoren und/oder unerwartete Ereignisse in Europa die aktuell positive Inflationsentwicklung umkehren oder den Euroraum früher als erwartet in eine Rezession stürzen könnten.²¹

Im weiteren Jahresverlauf bekräftigte die EZB ihre im Juni geäußerten Erwartungen und ihre ‚Forward Guidance‘ und setzte den vorgezeichneten Normalisierungskurs konsequent fort. Kursbestätigend wirkten die Projektionen der EZB-Experten, die im Juli und im Oktober Inflationsraten von jeweils 1,7 Prozent für 2018, 2019 und 2020 sowie 1,9 Prozent für 2023 vorher sagten. Zudem betrug die monatliche Inflationsrate im Juli 2018 2,1 Prozent und im August 2018 2,0 Prozent, pendelte sich also in der Nähe des EZB-Zielwerts ein. Das Wachstum schwächte sich zwar etwas ab, wurde aber von den EZB-Experten im Oktober für 2018 noch mit 2 Prozent, für 2019 mit 1,8 Prozent und für 2020 mit 1,6 Prozent prognostiziert. Anfang Oktober reduzierte die EZB daher ihre Ankäufe von Vermögenswerten auf 15 Mrd. Euro monatlich. Zugleich wiederholte der EZB-Rat am 25. Oktober 2018 seine Erwartung, das Ankaufprogramm zum Jahresende zu beenden. Dabei lehnte es EZB-Präsident Draghi – wie zuvor bereits bei der September-Ratssitzung²² – explizit ab, sich durch den Konflikt um die Haushaltspolitik Italiens von seinem geldpolitischen Kurs abbringen zu lassen. Dies sei eine fiskalische Angelegenheit, die nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zu beurteilen sei, deren ultimativer Wächter die Europäische Kommission sei und nicht die EZB, so Draghi, wobei er sich persönlich zuversichtlich zeigte, dass der Konflikt gelöst werden würde.

Angesichts zunehmender geopolitischer Unsicherheiten betonte Draghi im Oktober 2018 erneut, dass die Geldpolitik im Euroraum weiterhin locker bleibe. Noch bis Dezember 2018 kauft die EZB monatlich Vermögenswerte im Wert von 15 Mrd. Euro, was den Bestand von im Rahmen des APP erworbenen Wertpapieren in der EZB-Bilanz auf insgesamt 2,615 Bio. Euro (bei einer Bilanzsumme von dann insgesamt mehr als 4,8 Bio. Euro) anwachsen lassen wird. Der EZB-Beschluss, die Tilgungssumme fällig werdender Wertpapiere fortgesetzt zu reinvestieren, wird ihre Bilanz für längere Zeit auf gleichem Niveau fortschreiben und die Wirkung der Ende 2018 erreichten geldpolitischen Lockerung verlängern. Zusammen mit der erklärten Absicht, die EZB-Leitzinsen bis mindestens über den Sommer 2019 auf dem aktuell niedrigen Niveau zu belassen, ergibt dies eine nach wie vor erheblich akkommodierende Geldpolitik bis weit in das Jahr 2019 hinein, zumal zu erwarten ist, dass die EZB im Herbst 2019 zunächst die Leitzinsen (beginnend mit der Einlagefazilität) schrittweise erhöhen und erst 2020 anfangen wird, ihre Bilanz durch behutsames Zurückfahren der Reinvestitionen langsam abzuschmelzen.

Auch wenn die EZB – aufgrund divergierender Auffassungen im EZB-Rat und rechtlicher Bedenken – erst verspätet auf das geldpolitische Instrument des ‚Quantitative Easing‘ zurückgegriffen hat, ist es in der Rückschau doch als einigermaßen erfolgreich zu bewerten. In der Summe hatten die von der EZB seit Juni 2014 ergriffenen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen substantielle positive Auswirkungen auf die Wirtschaftsleistung im Euroraum. Die EZB selbst schätzt den kumulierten Effekt auf das reale BIP-Wachstum und auf die Inflation auf jeweils 1,9 Prozentpunkte für den Zeitraum 2016 bis 2020.²³ Es ist daher zu begrüßen, dass

21 Vgl. Frankfurter Allgemeine Zeitung: EZB beschließt Auslaufen der Anleihekäufe. Der Zentralbankrat will bis zum Jahresende die Neuzukäufe beenden. Er hält sich aber eine Hintertür offen, 15.6.2018, S. 19.

22 Jan Mallien/Frank Wiebe: Keine Hilfe für Italien, in: Handelsblatt, 14.9.2018, S. 27.

23 Vgl. EZB, Jahresbericht 2017, S. 51, mit weiteren Nachweisen in Fußnote 47.

Generalanwalt Melchior Wathelet am Gerichtshof der Europäischen Union in seinen Schlussanträgen vom 4. Oktober 2018 bestätigte, dass der Ankauf öffentlicher Wertpapiere am Sekundärmarkt zu geldpolitischen Zwecken vom rechtlichen Mandat der EZB gedeckt ist.²⁴ Folgt der Gerichtshof dieser auch in der europarechtlichen Literatur vertretenen Rechtsauffassung,²⁵ ist für die Zukunft sichergestellt, dass der Erwerb von Staatsanleihen am offenen Markt wie bei jeder Zentralbank auch bei der EZB zum regulären geldpolitischen Instrumentarium zählt. Bei künftigen Krisen würde eine solche rechtliche Klarstellung die EZB in die Lage versetzen, frühzeitiger und noch entschlossener einzugreifen als dies vor zehn Jahren der Fall war.

Euro-Wechselkurs: Eine stärkere internationale Rolle für den Euro?

Nachdem der Euro-Wechselkurs 2017 gegenüber den meisten wichtigen Währungen an Boden gewonnen (nominaler effektiver Wechselkurs gegenüber den 38 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums: + 6,3 Prozent) und gegenüber dem US-Dollar sogar um 14 Prozent aufgewertet hatte (Dezember 2017: 1 Euro = 1,184 US Dollar) – was bei einigen Geldpolitikern bereits zu Sorgen vor inflations- und wachstumsdämpfenden Auswirkungen geführt hatte –, stabilisierte er sich 2018 auf dem zu Jahresbeginn erreichten, seinem historischen Durchschnitt entsprechenden Niveau. Der nominale effektive Wechselkurs wertete bis September im Jahresvergleich um 3,7 Prozent auf, während sich der Euro im gleichen Zeitraum gegenüber dem US-Dollar (- 2,1 Prozent, September 2018: 1 Euro = 1,166 US-Dollar), dem japanischen Yen (- 1,1 Prozent) und dem britischen Pfund (- 0,2 Prozent) etwas abschwächte. Am relativ stabilen Euro-Wechselkurs zeigte sich, dass die EZB den Ausstieg aus dem ‚Quantitative Easing‘ kommunikativ gut vorbereitet hatte; weder im Juni noch im Oktober kam es zu sprunghaften Anstiegen des Außenwerts des Euro, wie sie ansonsten bei einer Rücknahme lockerer geldpolitischer Maßnahmen zu erwarten gewesen wären; dazu trug auch die zunehmend restriktivere Geldpolitik der US Federal Reserve bei.

Im Mai 2018 bescheinigten die Konvergenzberichte von EZB und Europäischer Kommission den meisten der sieben gegenwärtig nicht am Euro teilnehmenden ‚Mitgliedstaaten mit Ausnahmeregelung‘ eine hohe nominale Konvergenz. So erfüllten alle sieben Euro-Anwärterstaaten das Kriterium solider öffentlicher Finanzen. Bulgarien, Kroatien, Schweden, die Tschechische Republik und Ungarn schnitten gut beim Kriterium für die langfristigen Zinssätze ab. Schließlich bestanden Bulgarien, Kroatien, Polen und Schweden auch beim Kriterium der Preisstabilität. Zwar ist bislang keiner der sieben Euro-Anwärterstaaten Mitglied des Wechselkursmechanismus II, an dem sich ein Mitgliedstaat mindestens zwei Jahre lang spannungsfrei beteiligen muss, bevor er dem Euroraum beitreten kann. Ende Juni kündigte allerdings Bulgarien – dessen Währung Lew seit 1999 fest an den Euro gekoppelt ist – an, innerhalb eines Jahres sowohl dem Wechselkursmechanismus als auch der Bankenunion (also dem von der EZB geleiteten Einheitlichen Aufsichtsmechanismus für Banken) beizutreten.²⁶ Auf dem Euro-Gipfel im Oktober 2018, der unter Einbeziehung der sieben Euro-Anwärterstaaten sowie von Dänemark stattfand, erklärten auch Kroatien und Rumänien die Absicht, sobald wie möglich dem Euro beitreten zu wollen.

24 Rechtssache C-493/17, Weiss und Andere, Auslöser des Verfahrens ist ein Rechtsstreit vor dem Bundesverfassungsgericht, das die Beurteilung des APP dem EuGH zur Vorabentscheidung vorgelegt hat.

25 Vgl. Martin Selmayr: Kommentierung zu Artikel 282 AEUV, insbes. Randnummer 51, in: Hans von der Groeben/Jürgen Schwarze/Armin Hatje: Europäisches Unionsrecht, Kommentar, Baden-Baden 2015.

26 Alexander Mühlauer: Euro statt Lew. Bulgarien will in die Währungsunion. Ist das Land bereit?, in: Süddeutsche Zeitung, 13.7.2018, S.18.

In den kommenden fünf Jahren könnte der Euroraum also auf 22 Eurostaaten anwachsen. Durch den den bevorstehenden Austritt des Vereinigten Königreichs werden Euroraum und Binnenmarkt zunehmend kongruent; dies verstärkt Bestrebungen, den Euro wie bereits im Vertrag von Maastricht vorgesehen früher oder später in allen EU-Mitgliedstaaten einzuführen. Dafür spricht neben dem Interesse an größerer Einheit der Union auch der in Zeiten geopolitischer Unsicherheit lauter werdende Ruf nach einer stärkeren internationalen Rolle des Euro.²⁷ Angesichts der bei der Aufkündigung des Entnuklearisierungsabkommens mit dem Iran durch die USA offenbar gewordenen wirtschafts- und finanzpolitischen Schwächen der EU sprach sich Kommissionspräsident Juncker in seiner Rede zur Lage der Union im September 2018 für Maßnahmen zur Stärkung der internationalen Rolle des Euro aus.²⁸ Die Europäer müssten endlich die Kapitalmarktunion vorantreiben, damit Unternehmen auch in Europa auf tiefe und liquide Kapitalmärkte zur Refinanzierung zurückgreifen können. EZB-Präsident Draghi, der bislang eine neutrale Position hinsichtlich der internationalen Rolle des Euro eingenommen hatte, zeigte sich ausdrücklich interessiert, in dieser Frage eng mit der Kommission zusammenzuarbeiten. Zustimmung kam auch von Frankreichs Präsident Emmanuel Macron und von Bundesaußenminister Heiko Maas. In einer Zeit, in der sich die USA aus ihrer weltpolitischen Verantwortung und vom Multilateralismus verabschieden, kann der Euro zu einem wichtigen Instrument bei der Stabilisierung der regelbasierten internationalen Ordnung werden. Bis dahin ist es aber noch ein weiter Weg. Wie ein im Juni 2018 veröffentlichter Bericht der EZB zeigt, befindet sich die internationale Rolle des Euro auf einem historischen Tiefpunkt;²⁹ so werden 62,2 Prozent der internationalen Schuldverschreibungen in US-Dollar begeben und 62,7 Prozent der Devisenreserven in US-Dollar angelegt, nur 22,4 Prozent beziehungsweise 20,1 Prozent in Euro. Dies ist eine Folge der Finanzkrise, aber auch der Tatsache geschuldet, dass Schwellenländer eine traditionelle Präferenz für die Währung der Militär- und Wirtschaftsmacht USA haben. Nur bei internationalen Zahlungen hat der Euro aufgeholt; heute werden 39,9 Prozent in US-Dollar, aber bereits 35,7 Prozent in Euro abgewickelt (August 2017: 40,72 Prozent beziehungsweise 32,91 Prozent). Eine interessante Entwicklung bringt der bevorstehende ‚Brexit‘ mit sich: Ende Juni 2018 hielt die Bank of England 53,96 Mrd. US-Dollar als Devisenreserven, zugleich Euro im Gegenwert von 57,53 Mrd. US-Dollar. Vor dem ‚Brexit‘-Referendum 2016 waren es nur Euro im Gegenwert von 47,95 Mrd. US-Dollar.³⁰

Wechsel im EZB-Direktorium: Vorbereitung auf die Draghi-Nachfolge?

Erstmals seit 2012 kam es Ende Mai 2018 zu einem Wechsel im sechsköpfigen, von Präsident Draghi geleiteten EZB-Direktorium, als die achtjährige Amtszeit des portugiesischen Vizepräsidenten Vitor Constâncio zu Ende ging. Zu seinem Nachfolger ernannte der Europäische Rat auf Empfehlung des EZB-Rats Luis de Guindos, der bis März 2018 spanischer Wirtschaftsminister gewesen war. Diese Personalie war aus drei Gründen bemerkenswert. Erstens wurde mit de Guindos erstmals ein früherer Politiker Mitglied des EZB-Direktoriums, was rechtlich nicht ausgeschlossen ist, da Art. 284 Abs. 2 AEUV nur eine Auswahl „aus dem Kreis der in Währungs- oder Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten“ verlangt, zu denen ein vormaliger Wirtschaftsminister durchaus zu zählen ist. Zweitens hat mit de Guindos erst-

27 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Die Macht des Dollars wird zum Ärgernis, 23.8.2018, S. 16.

28 Mehreen Khan/Jim Brunson: Juncker eyes turning euro into reserve currency to rival dollar, in: Financial Times, 15.9.2018, S. 2.

29 EZB: The international role of the euro, Interim report, Frankfurt am Main, Juni 2018.

30 Tommy Stubbington/Caroline Wheeler: Treasury shifts cash into euro after Brexit, in: The Sunday Times, 12.8.2018, S. 1.

mals seit 2012 wieder ein Direktoriumsmitglied die spanische Staatsangehörigkeit, was als symbolische Rehabilitation des von der Finanzkrise schwer getroffenen, danach aber wirtschaftlich wieder erstarkten Spaniens im Kreise der Eurostaaten betrachten werden kann. Drittens mag man versucht sein, in der Personalie de Guindos eine Weichenstellung für die Nachfolge Draghis im November 2019 zu sehen. Dabei gibt es verschiedene Lesarten. Wer falschen Klischees verhaftet meint, dass mit einem „Südeuropäer“ als Vizepräsident nur ein besonders stabilitätsorientierter „Nordeuropäer“ als Nachfolger des „italienischen“ Präsidenten denkbar ist, der wird in der Personalie de Guindos eine Vorentscheidung für Bundesbank-Präsident Jens Weidmann als nächsten EZB-Präsidenten sehen. Wer genauer hinsieht, wird feststellen, dass Spanien seit den Prüfungen der Finanzkrise eher zu den wirtschaftspolitischen ‚Hardlinern‘ zählt, wobei der Konservative de Guindos stets für haushaltspolitische Eigenverantwortung und Währungsstabilität eingetreten ist. Vieles spricht deshalb dafür, dass der nächste EZB-Präsident aus Frankreich stammen könnte, zumal die deutsche Bundesregierung inzwischen vernehmen ließ, dass sie sich 2019 nicht für einen Deutschen an der Spitze der EZB, sondern der politisch einflussreicheren Europäischen Kommission einsetzen werde.³¹ Angesichts der Vielzahl der 2019 auf europäischer Ebene zu besetzenden Führungspositionen (Kommissionspräsident, Präsident des Europäischen Rates, Hoher Beauftragter der Union für Außen- und Sicherheitspolitik), kann das Rennen um die EZB-Spitze – bei dem rechtlich gesehen nur die Qualifikation, nicht aber die Nationalität der Kandidaten eine Rolle spielen darf – nur als offen bezeichnet werden. EZB-Präsident Draghi selbst erinnert regelmäßig daran, dass er noch bis zum 31. Oktober 2019 im Amt ist und dieses bis dahin in vollem Umfang auszuüben gedenke. In der Zwischenzeit plädiert er unermüdlich für die Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion, für Fortschritte bei der europäischen Einlagensicherung und für eine stärkere Kapitalmarktunion. Zugleich tritt er als Mahner gegenüber allen Versuchen auf, die Unabhängigkeit von Zentralbanken – ob diesseits oder jenseits des Atlantiks – auch nur rhetorisch zu untergraben. Es wird nicht einfach werden, für die kommenden acht Jahre erneut einen ebenso wachsam und kommunikationsstarken obersten europäischen Währungshüter zu finden, wie es Draghi in den turbulenten Zeiten der globalen Finanzkrise gewesen ist.

Weiterführende Literatur

- Grégory Claeys/Maria Demertzis: How should the European Central Bank ‘normalise’ its monetary policy?, Bruegel Policy Contribution, Issue n° 31, November 2017, abrufbar unter: <http://bruegel.org/2017/11/how-should-the-european-central-bank-normalise-its-monetary-policy/> (letzter Zugriff: 4.11.2018).
- Mario Draghi: Economic and Monetary Union: past and present, Berliner Rede vom 19. September 2018, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180919.en.html> (letzter Zugriff: 4.11.2018).
- Mario Draghi: Central bank independence, First Lamfalussy Lecture vom 26. Oktober 2018, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181026.en.html> (letzter Zugriff: 4.11.2018).
- Ognian Hishow/Miguel Otero-Iglesias/Federico Steinberg/Pawel Tokarski (Hrsg.): The Euro Paradox: Explaining the Resilience of the Single Currency, Stiftung Wissenschaft und Politik, Working Paper Research Division EU/Europa, 2018, Nr. 1, Januar 2018.
- Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2017, Frankfurt am Main 2018.
- Europäische Zentralbank: EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit, Frankfurt am Main 2018.
- Jens Weidmann: Reformen für eine stabile Währungsunion, Brüsseler Rede vom 5. Juni 2018, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/reformen-fuer-eine-stabile-waehrungsunion-743788> (letzter Zugriff: 4.11.2018).
- Adalbert Winkler: Zehn Jahre nach dem Konkurs von Lehman Brother. Ordnungspolitische Irrtümer in der Bewertung der EZB-Geldpolitik seit der globalen Finanzkrise, Perspektiven der Wirtschaftspolitik 2018, S. 141-162.

31 Jim Brunsten/Mehreen Khan/Claire Jones: Merkel shift of emphasis in Europe opens up field for top job at ECB, in: Financial Times, 28.8.2018, S. 3.