

Europäische Zentralbank

Martin Selmayr*

Am 31. Oktober 2019 ging mit der Amtszeit von Mario Draghi als Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) eine Ära zu Ende. Acht Jahre lang hatte der markterfahrene und exzellent vernetzte Geldpolitiker die wirtschaftliche Lage des Euroraums und seiner 340 Mio. Bürger geprägt. Draghi gelang es vor allem, die einheitliche europäische Währung aus ihrer existentiellen Gefährdung während der globalen Wirtschafts- und Schuldenkrise zu retten.¹ Als er in seiner Londoner Bloomberg-Rede im Juli 2012 zusagte, im Rahmen seines Mandats alles („whatever it takes“) zu tun, um den Euro zu bewahren, wandelte sich die EZB zu einer wirklichen Zentralbank, die – ebenso wie ihr US-amerikanischer Gegenpart, die Federal Reserve – bereit und in der Lage ist, im Interesse des Gemeinwesens erforderlichenfalls mit unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zerstörerischen Kräften im Markt entgegenzutreten. Dass der Gerichtshof der Europäischen Union (EuGH) die Geldpolitik der EZB nach Verfassungsklagen in Deutschland zweimal (im Juni 2015 und im Dezember 2018) explizit als rechtmäßig und somit mandatskonform beurteilte, bekräftigte Draghis Kurs und sicherte ihn für die Zukunft ab. Auch die EU-Mitgliedstaaten zeigten ihr Vertrauen in die von Draghi geführte EZB, indem sie ihr 2014 einstimmig die Bankenaufsicht im Euroraum übertrugen, sodass ihr Mandat nun wie bei den meisten modernen Zentralbanken auch die Verantwortung für die Finanzstabilität umfasst. Am Ende seiner Amtszeit konnte Draghi auf sieben Jahre fortgesetztes Wachstum im Euroraum zurückblicken, in denen mehr als 11 Mio. Menschen nach der Krise wieder einen Arbeitsplatz gefunden hatten. Die Banken im Euroraum wurden unter Draghis Aufsicht deutlich stabiler. Sie erhöhten ihren Anteil an hartem Kernkapital von 11,3 auf 14,1 Prozent seit 2014, während sich der Bestand von notleidenden Krediten um rund 300 Mrd. Euro, also gut um die Hälfte, verringerte. Der Euro ist mit einer Inflationsrate von durchschnittlich gerade einmal 1,7 Prozent eine der stabilsten Währungen der Welt und erfährt nicht ohne Grund unter den Bürgern des Euroraums laut Eurobarometer-Umfrage heute mit 76 Prozent die höchste Zustimmungsrate seit 1999. Allerdings stößt die EZB mit ihren 3.546 Mitarbeitern (1.099 davon in der Bankenaufsicht) in einem von zunehmender Unsicherheit geprägten Umfeld mittlerweile an die Grenzen ihrer geldpolitischen Möglichkeiten. In Zeiten, in denen aggressive Tweets des US-Präsidenten Donald Trump minütlich die Märkte in Unruhe bringen können und die populistische Lust am polarisierenden Gegeneinander die friedensstiftende grenzüberschreitende Zusammenarbeit der Nachkriegszeit ablöst, ist es für Zentralbanken äußerst schwierig geworden, solchen menschengemachten Störungen der Weltwirtschaft mit Mitteln der Geldpolitik zu begegnen. Der ordnungspolitische Streit darüber, wie sich unabhängige Währungshüter in dieser Situation angemessen zu verhal-

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

1 Jack Ewing: He saved the euro, but he's leaving, in: The New York Times, 17.6.2019, S. 7.

ten haben, erreichte 2019 auch die EZB. Draghi entschied sich dabei erneut für ein aktives Gegensteuern, was ihm jedoch innerhalb des EZB-Rats heftige Gegenreaktionen einbrachte. Er hinterlässt seiner Nachfolgerin Christine Lagarde eine Zentralbank, die – ähnlich wie die US-Federal Reserve – für längere Zeit auf Lockerungskurs eingestellt ist und so eine Rezession vermeiden hilft. Zugleich ist die Institution gespalten wie nie. Erste Aufgabe der neuen EZB-Präsidentin wird es daher sein, den Konsens innerhalb und hinter der EZB schrittweise wiederherzustellen.²

Protektionismus, Populismus und Brexit belasten die Geldpolitik

Ende 2018 hatten die noch recht positive Wirtschaftslage (Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 2018: 1,8 Prozent) und das damit einhergehende Anziehen der Preissteigerungsraten (Inflationsrate 2018: 1,7 Prozent; August 2018: 2 Prozent) die EZB veranlasst, die im Herbst 2017 begonnene schrittweise Normalisierung ihrer Geldpolitik weiter voranzutreiben. Sie bekräftigte deshalb ihren Beschluss, ab dem Jahreswechsel 2018/2019 keine Neuankäufe von Wertpapieren des öffentlichen und privaten Sektors gemäß ihrem „Asset Purchase Programme“ (APP) mehr vorzunehmen, also die Bilanz der EZB nicht weiter im Wege des „Quantitative Easing“ anwachsen zu lassen, sondern sie nur noch durch Reinvestitionen im Gegenwert von auslaufenden Anleihen³ auf dem erreichten Niveau von 2,6 Bio. Euro (dies entspricht rund 25 Prozent der Staatsschulden im Euroraum) zu halten. Ferner stellte die EZB in ihrer Orientierung über die künftige Ausrichtung der Geldpolitik („Forward Guidance“) den Märkten in Aussicht, dass die Zinsen noch „mindestens über den Sommer 2019“ niedrig – der Leitzins also bei 0 Prozent, der Einlagezins bei minus 0,4 Prozent – bleiben würden, was eine erste Zinserhöhung ab Herbst 2019 möglich erscheinen ließ.

Im Laufe des Jahres 2019 änderte sich die Lage jedoch erheblich. Weltweit schwächte sich die Konjunktur deutlich ab. Konnte man im Frühjahr 2019 noch auf eine reine Konjunkturdelle⁴ hoffen – zumal im ersten Quartal 2019 das Wachstum kurzzeitig wieder anzog –, deuteten ab Sommer 2019 viele Zeichen auf einen dauerhaften Wachstumseinbruch. An den Anleihemärkten signalisierte im August die Umkehr der Zinsstrukturkurven amerikanischer und britischer Anleihen – Marktteilnehmer waren für Zweijahres-Anleihen höhere Zinsen zu zahlen bereit als für Zehnjahres-Anleihen – ernste Rezessionsgefahren.⁵ Auf der Weltwirtschaft lasteten insbesondere der von Trump betriebene Protektionismus,⁶ die bis Ende des Jahres fortbestehende Unklarheit über die Rahmenbedingungen des geplanten britischen EU-Austritts sowie die Konflikte in Hong-Kong, im Kaschmir-Gebiet und in Nordsyrien, die wesentlich durch den Rückzug

2 Vgl. hierzu auch den Beitrag „Währungspolitik“ in diesem Jahrbuch.

3 Diese bilanznerhaltenden Reinvestitionen erfordern Anleiheankäufe im Wert von durchschnittlich 15-20 Mrd. Euro pro Monat, so Draghi in Antwort auf eine Frage auf der EZB-Presskonferenz am 24.1.2019; sowie auf der EZB-Presskonferenz am 7.3.2019. Die erwarteten monatlichen Reinvestitionen der EZB werden im Voraus auf der Website der EZB unter „APP redemptions“ publik gemacht; vgl. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2019).

4 Mattia Duma/Magnus Forsells/Neale Kennedy: Konjunkturdellen im Euro-Währungsgebiet: Definitionen und Merkmale, in: EZB: Wirtschaftsbericht 4/2019, Kasten 3, S. 59.

5 Robin Wigglesworth/Adam Samson/Tommy Stubbington: Bonds sound recession alarm as China and Germany show strain, in: Financial Times, 15.8.2019, S. 1 und 11.

6 Vanessa Gunnella/Lucia Quaglietti: Auswirkungen des zunehmenden Protektionismus auf die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets und die Weltwirtschaft, in: EZB, Wirtschaftsbericht 3/2019, S. 46; vgl. hierzu auch den Beitrag „Die Europäische Union und die USA“ in diesem Jahrbuch.

der Vereinigten Staaten von Amerika (USA) aus ihrer weltpolitischen Verantwortung bedingt waren.

Dem Internationalen Währungsfonds (IWF) zufolge wuchs die Weltwirtschaft im Jahr 2019 mit durchschnittlich 3 Prozent so langsam wie noch nie seit der Finanzkrise. Während zwei Jahre zuvor noch 75 Prozent aller Länder ein beschleunigtes Wachstum verzeichneten, musste der IWF für 2019 einen synchronen Abschwung in 90 Prozent aller Länder sowie einen bedenklichen Anstieg der Unternehmensverschuldung feststellen.⁷ Allein der von den USA ausgelöste Handelskrieg mit China soll das globale Wachstum 2020 um 0,8 Prozentpunkte reduzieren,⁸ während die Wachstumsrate Chinas – lange der Motor der Weltwirtschaft – 2019 auf knapp 6 Prozent und damit auf den niedrigsten Wert seit 30 Jahren zurückfiel.⁹ Für den Euroraum prognostizierten die Experten der EZB im September 2019 ein BIP-Wachstum von nur noch 1,1 Prozent für 2019, das sich nur leicht auf 1,2 Prozent im Folgejahr und auf 1,4 Prozent im Jahr 2021 erholen würde. Zugleich senkten sie ihre Prognosen für die Inflation für 2019 auf 1,2 Prozent, für 2020 auf 1,0 Prozent und für 2021 auf 1,5 Prozent. Die Inflationsrate im Euroraum sank im September 2019 sogar auf 0,8 Prozent, den niedrigsten Wert seit drei Jahren und weit unter dem EZB-Ziel von „unter, aber nahe 2 Prozent“. Dies lag auch daran, dass die für den Euroraum zentrale Volkswirtschaft Deutschland – die nicht nur durch den Handelskrieg und die Brexit-Sorgen, sondern auch infolge des Dieselskandals der heimischen Automobilindustrie erheblich an Wachstum einbüßte¹⁰ – im zweiten und wohl auch im dritten Quartal 2019 einen Wachstumsrückgang und damit eine technische Rezession verzeichnete. Die wiederholte Konfrontation, welche die populistisch geführte italienische Regierung bis zu ihrer Ablösung Anfang August mit den EU-Institutionen durch ihre Haushaltspolitik¹¹ und Überlegungen zur Einführung einer Ersatzwährung („Mini-BOTs“)¹² suchte, trug ebenfalls nicht zu einer Verbesserung des Konjunkturklimas bei.¹³ Zunehmend wurden Befürchtungen laut, der Euroraum stünde vor einer „Japanisierung“¹⁴, also einer lang anhaltenden Phase stagnierenden Wachstums und äußerst niedriger Inflationsraten.

EZB mit TLTRO III, Negativzinsen und „QE infinity“ erneut auf Lockerungskurs

Zentralbanken weltweit reagierten auf die abgeschwächte Konjunktur und die hartnäckig niedrigen Inflationsraten mit Kurskorrekturen. Sie unterbrachen im Laufe des Jahres 2019 die nach dem Ende der Finanzkrise begonnene Normalisierung der Geldpolitik, verschoben Zinserhöhungen zunächst und gingen dann zu einer erneuten Lockerung der

7 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Jetzt werden die Schulden gefährlich, 9.10.2019, S. 17.

8 Chris Giles: IMF slashes global growth forecast after trade war batters confidence, in: Financial Times, 16.10.2019, S. 1.

9 Don Weinland/Sun Yu/Xinning Lu, China's pace of growth hits 30-year low, in: Financial Times, 19./20.10.2019, S. 2.

10 Martin Arnold: Germany faces contraction as carmaking woes, trade war and Brexit weigh on growth, in: Financial Times, 14.8.2019, S. 4.

11 Jim Brunsten/Davide Ghiglione: Italy risks sanctions after fresh clash with Brussels over budget bowout, in: Financial Times, 6.6.2019, S. 1.

12 Davide Ghiglione/Valentina Romei: Italy's Eurosceptic delight in vote for euro alternative, in: Financial Times, 6.6.2019, S. 2. Mario Draghi sagte auf der EZB-Presskonferenz am 6.6.2019 zu den Plänen für „Mini-BOTs“: „[T]hey are either money and then they are illegal, or they are debt and then that stock goes up“.

13 Marcello Minenna: Bonds price in heightened risk of Italy leaving the euro, in: Financial Times, 12.6.2019, S. 20.

14 Robin Harding: US and Europe fear „Japanification“, in: Financial Times, 23.10.2019, S. 6.

Geldpolitik über.¹⁵ Dabei hatten Zentralbanken, die wie die US-Federal Reserve ihre Leitzinsen bereits in mehreren Schritten auf 2,25 bis 2,5 Prozent erhöht hatten, mehr Spielraum als Zentralbanken, deren Leitzinsen – wie bei der EZB, der Bank von Japan oder der Schweizer Notenbank – wegen der strukturellen Nachwirkungen der Finanzkrise nach wie vor bei Null verharren. Die US-Fed konnte so Ende Juli erstmals nach der Finanzkrise die Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte senken¹⁶ und beschloss im September und Oktober weitere Zinssenkungen im selben Umfang.¹⁷

Die EZB, deren Leitzins seit März 2016 die Nullgrenze erreicht hatte, musste bei ihrer Kurskorrektur behutsam vorgehen und Schritt für Schritt eine intelligente Kombination all ihrer geldpolitischen Instrumente zum Einsatz bringen. Wie stets orientierten sich die Frankfurter Währungshüter dabei an ihrem rechtlichen Mandat, das es von ihnen verlangt, vorrangig das Ziel der Preisstabilität zu verfolgen, sie aber auch – als Sekundärziel – rechtlich verpflichtet, eine wachstums- und beschäftigungsfördernde Wirtschaftspolitik im Euroraum mit Mitteln der Geldpolitik zu unterstützen, sofern keine Inflationsgefahren bestehen (vgl. Art. 127 Abs. 1 Satz 2, Art. 282 Abs. 2 Satz 2 AEUV¹⁸). Angesichts der sich 2019 deutlich abschwächenden Teuerungsrate wurde das rechtliche Sekundärziel für die EZB zunehmend relevant, wie sich bei den vier für die erneute Lockerung der Geldpolitik maßgeblichen Sitzungen des EZB-Rats im März, Juni, Juli und September 2019 zeigte.

Am 7. März 2019 änderte die EZB zunächst ihre „Forward Guidance“ zur künftigen Zinsentwicklung. Angesichts fragiler Konjunktur und erhöhter Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft stellte die EZB nun in Aussicht, dass die Zinsen nicht nur – wie seit Juni 2018 angekündigt – „mindestens über den Sommer 2019“, sondern „mindestens über das Jahresende 2019“¹⁹ auf dem aktuell niedrigen Niveau (Leitzins: 0 Prozent; Einlagezins: -0,4 Prozent) bleiben würden; die Möglichkeit einer ersten Zinserhöhung wurde damit ins Jahr 2020 verschoben.²⁰ Angesichts der sich abschwächenden Kreditdynamik beschloss die EZB außerdem, erneut Anreize für eine stärkere Darlehensvergabe zu setzen, indem sie Kreditinstituten zum dritten Mal nach Juni 2014²¹ und März 2016²² eine Serie von vierteljährlichen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG III beziehungsweise im Englischen „Targeted Longer-Term Refinancing Operations“, TLTRO III²³) anbot.²⁴ Die GLRG III (deren Geschäftsbedingungen von der EZB im

15 Sam Fleming/Jamie Smyth: Why central banks blinked, in: Financial Times, 9./10.2.2019, S. 7; Frankfurter Allgemeine Zeitung: Das Ende der geldpolitischen Normalisierung, 22.3.2019, S. 23.

16 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Fed senkt Leitzins erstmals seit zehn Jahren, 1.8.2019, S. 27.

17 Brendan Greeley/Colby Smith: Deeply divided Fed attempts to do no harm, in: Financial Times, 20.9.2019, S. 3.

18 Zu diesem rechtlich verpflichtenden Sekundärziel Martin Selmayr: Kommentierung zu Artikel 282 AEUV, Rn. 43 ff., in: Hans von der Groeben/Jürgen Schwarze/Armin Hatje: Europäisches Unionsrecht, Kommentar, Baden-Baden 2015.

19 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 7.3.2019.

20 Nikolaus Piper: Draghi in Not, in: Süddeutsche Zeitung, 9./10.3.2019, S. 4.

21 Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2014, Baden-Baden 2014, S. 127-140, hier S. 130.

22 Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2016, Baden-Baden 2016, S. 121-138, hier S. 122f.

23 Zu den GLRG III, vgl. Beschluss EZB/2019/21 vom 22.7.2019 über eine dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Nr. L 204, 2.8.2019, S. 10, geändert durch Beschluss EZB/2019/28 vom 12. September 2019, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Nr. L 238, 16.9.2019, S. 2.

24 Jan Mallien/Frank Wiebe: Lukrative Kredite für Banken, in: Handelsblatt, 5.6.2019, S. 30.

Juni bekannt gegeben wurden²⁵) setzten im September 2019 ein, werden bis März 2021 insgesamt sieben Mal zum Einsatz kommen und sollten zunächst eine Laufzeit von zwei Jahren haben. Banken, die nachweislich verstärkt Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte (mit Ausnahme von Krediten für Hauskäufe) vergeben, werden dafür von der EZB zu erheblich vergünstigten Bedingungen refinanziert.²⁶ Schließlich kündigte die EZB an, ihre Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis März 2021 weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen. Mittelfristig will die EZB also an dem unmittelbar nach dem Konkurs von Lehman Brothers beschlossenen²⁷ Mechanismus festhalten, wonach Zentralbankgeld nicht im Zinswettbewerb versteigert, sondern die Nachfrage der Banken zu 100 Prozent von der EZB zum geltenden Leitzins gedeckt wird.

Auf ihrer Sitzung vom 6. Juni 2019 im litauischen Vilnius passte die EZB erneut ihren Zinsausblick an die sich weiter verschlechterten Aussichten für die Konjunktur- und Preisentwicklung an. In ihrer „Forward Guidance“ stellte sie nun in Aussicht, dass die Zinsen „mindestens über die erste Hälfte des Jahres 2020“²⁸ hinaus auf dem aktuell niedrigen Niveau bleiben würden, sodass eine Zinserhöhung nicht vor Herbst 2020 zu erwarten war. Der EZB-Rat diskutierte außerdem, was im Fall eines Wirtschaftsabschwungs zu tun sei.²⁹ Zu weiteren Maßnahmen (über die bereits beschlossenen GLRG III hinaus) konnte sich der EZB-Rat noch nicht durchringen; zu unklar erschien vielen die Lage. An den Märkten verpuffte deshalb die Wirkung des veränderten Zinsausblicks rasch.³⁰ Wohl deshalb kündigte Draghi wenig später in einer Rede beim Zentralbankforum der EZB im portugiesischen Sintra³¹ an, dass die EZB erforderlichenfalls alle ihre Instrumente – einschließlich weiterer Zinssenkungen und der Reaktivierung des Ende Dezember 2018 stillgelegten Anleihekaufprogramms APP – nutzen würde, wenn eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsrate zum Ziel der EZB von „unter, aber nahe 2 Prozent“ in Gefahr geriete: „[A]dditional stimulus will be required“, so stimmte Draghi die Märkte für diesen Fall auf ein neues Lockerungspaket ein. Draghis Sintra-Rede, die von der Financial Times als Wendepunkt bezeichnet wurde,³² erregte umgehend die Aufmerksamkeit von Trump, der in einem Tweet zum einen den EZB-Präsidenten der Währungsmanipulation zu Lasten des US-Dollar beschuldigte, zum anderen aber US-

-
- 25 EZB: ECB announces details of new targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III), Pressemitteilung, 6.6.2019.
- 26 Zunächst sollte der Zinssatz bei den GLRG III 10 Basispunkte über dem durchschnittlichen für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB geltenden Zinssatz liegen und bei nachweislich verstärkter Kreditvergabe auf bis zu 10 Basispunkte über dem durchschnittlichen Zinssatz für die Einlagefazilität reduziert werden können; vgl. EZB: ECB announces details of new targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III), Pressemitteilung, 6.6.2019. Der Zinsaufschlag wurde auf der EZB-Ratssitzung vom 12.9.2019 gestrichen, um die GLRG III für Banken noch attraktiver zu machen.
- 27 Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2009, Baden-Baden 2010, S. 93-102, hier S. 94.
- 28 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 6.6.2019.
- 29 Claire Jones: Draghi lines up fresh stimulus as parting shot at boosting eurozone, in: Financial Times, 7.6.2019, S. 1.
- 30 Claire Jones/Katie Martin: ECB frustrated as investors call bluff on stimulus signals, in: Financial Times, 13.6.2019, S. 21.
- 31 Mario Draghi: Twenty Years of the ECB's monetary policy, Rede auf dem ECB Forum on Central Banking, Sintra, 18.6.2019.
- 32 Financial Times: ECB needs to be ready to use its full crisis toolkit, 24.7.2019, S. 8.

Fed-Chef Jerome Powell dafür kritisierte, dass er nicht eine ebenso aktive Geldpolitik betreibe wie Draghi.³³

Bei ihrer Sitzung am 25. Juli 2019 enttäuschte die EZB zunächst die Märkte, da sie noch keine neuen geldpolitischen Maßnahmen beschloss, sondern diese erst für September in Aussicht stellte.³⁴ Sie änderte allerdings ihre „Forward Guidance“, in der sie nun explizit – im Einklang mit Draghis Sintra-Rede – die Möglichkeit nannte, dass die Zinsen über die erste Jahreshälfte 2020 auf ihrem aktuellen Niveau „oder auf einem niedrigeren Niveau“ bleiben würden,³⁵ was als „Easing Bias“ zu verstehen war, also auf die Bereitschaft zu einer baldigen Zinssenkung hinwies. Die EZB betonte ferner – wie Draghi in seiner Sintra-Rede – die Symmetrie ihres Inflationsziels, also die Möglichkeit, dass längere Perioden, in denen die Inflationsrate nicht nahe, sondern deutlich unter 2 Prozent liegt, durch vergleichbare Zeiträume, in denen die Inflationsrate die Zielvorgabe der EZB in vergleichbarer Höhe überschreitet, kompensiert werden,³⁶ ebenfalls ein klares Lockerungssignal. Die Prüfung konkreter Handlungsoptionen verwies der EZB-Rat jedoch zunächst in die zuständigen Ausschüsse. Entscheidungen sollten erst getroffen werden, wenn die Herbst-Projektionen der EZB-Experten vorlagen.

Nach einem praktisch durchweg von negativen Wirtschaftsnachrichten und erheblicher Volatilität geprägten August – der von einigen Marktteilnehmern als „Sommer der Angst“ bezeichnet wurde³⁷ – brachte die Sitzung des EZB-Rats am 12. September 2019 schließlich das mit Spannung erwartete umfassende Maßnahmenpaket, mit dem die EZB endgültig wieder auf Lockerungskurs schaltete.³⁸ Es umfasste fünf Maßnahmen:³⁹

– Erstens senkte die EZB den Zinssatz für ihre Einlagefazilität von -0,4 auf -0,5 Prozent, um angesichts überschüssiger Liquidität den Anreiz für Banken weiter zu verstärken, Kredite zu vergeben, anstatt Geld unproduktiv auf Konten der Zentralbank zu horten. Die EZB erwartete sich hiervon eine weitere Senkung der kurzfristigen Zinssätze.

– Zweitens änderte die EZB erneut ihre „Forward Guidance“. Die EZB-Leitzinsen sollen danach weiterhin auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Stand bleiben, bis die EZB feststellen würde, dass sich die Inflationsaussichten „deutlich“ einem Niveau annähern, das „hinreichend nahe, aber unter 2 Prozent“ liegt; die EZB verlangt ferner, dass sich diese Annäherung „in der Dynamik der zugrundeliegenden Inflation durchgängig widerspiegelt.“ Die bisher am Kalender ausgerichtete „Forward Guidance“ ersetzte die EZB also durch einen zustandsabhängigen Zinsausblick und eine präzisere Formulierung ihres Verständnisses von Preisstabilität. Die EZB ist erst dann zu einer Beendigung ihrer lockeren Zinspolitik bereit, wenn sich die Inflationsaussichten deutlich aufhellen und eine robuste, hinreichend gefestigte Annäherung an ihre neu gefasste Zielvorgabe

33 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Trump will Draghi als Fed-Chef, 27.6.2019, S. 17.

34 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Draghi drückt Renditen der Euroländer auf Rekordtiefs, 26.7.2019, S. 25.

35 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 25.7.2019.

36 Symmetrie könnte zum Beispiel durch die Festlegung eines Korridors (0,5 oder 1 Prozent) oberhalb und unterhalb des Zwei-Prozent-Ziels erreicht werden, wie dies von der tschechischen und israelischen Zentralbank praktiziert wird. Hierfür plädierte der Gouverneur der Oesterreichischen Nationalbank Ewald Nowotny; vgl. Jan Mallien/Hans-Peter Siebenhaar: „Wir brauchen mehr Flexibilität“, Interview, Handelsblatt, 17.6.2019, S. 28.

37 Vgl. Rana Foroohar: Braced for the global downturn, in: Financial Times, 12.8.2019, S. 17.

38 Frankfurter Allgemeine Zeitung: EZB öffnet Geldschleusen, 13.9.2019, S. 17.

39 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 12.9.2019; eingehend Julian Schumacher/Ine Van Robays: Das im September 2019 beschlossene Paket geldpolitischer Maßnahmen, EZB-Wirtschaftsbericht, Ausgabe 6/2019, Kasten 1, S. 46.

stattgefunden hat. Dies ist nach den aktuellen EZB-Vorhersagen wohl nicht vor 2022 zu erwarten; der neu formulierte Zinsausblick der EZB bedeutet somit nichts anderes, als dass die Zinsen auf absehbare Zeit sehr niedrig bleiben oder noch weiter sinken werden.⁴⁰

– Drittens beschloss der EZB-Rat, die Nettoankäufe im Rahmen des Anleihekaufprogramms APP – das sogenannte „Quantitative Easing“ (QE) – wieder aufzunehmen. Um die Risikoprämien bei Staats- und Unternehmensanleihen zu komprimieren und so die langfristigen Zinssätze zu dämpfen, kauft die EZB ab November 2019 öffentliche und private Wertpapiere in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd. Euro, und zwar auch dann, wenn diese eine negative Rendite unterhalb des Zinssatzes für die Einlagefazilität aufweisen. Die Tilgungsbeträge werden vollumfänglich wieder in neu erworbene Anleihen angelegt, sodass die EZB-Bilanz über die bis Dezember 2018 erreichten 2,6 Bio. Euro weiter anwächst. Im Unterschied zu ihren früheren Anleihekäufen nannte die EZB diesmal keine zeitliche Begrenzung. Vielmehr sollen die Anleihekäufe solange fortgesetzt werden, wie dies zur Verstärkung der akkommodierenden Wirkung der niedrigen Leitzinsen erforderlich ist. Die EZB will die Käufe erst kurz vor der nächsten Erhöhung der Leitzinsen beenden, was für sie erst dann in Frage kommt, wenn die Inflationsrate wieder dauerhaft mit dem präzisierten EZB-Ziel von „hinreichend nahe, aber unter 2 Prozent“ im Einklang steht. Nicht ganz zu Unrecht ist deshalb in Fachkreisen auch von „QE Infinity“ (mengenmäßige Lockerung ohne Ende) die Rede.⁴¹ Keine Änderung nahm die EZB allerdings an ihrer sich selbst gegebenen Regel vor, wonach sie nicht mehr als 33 Prozent der von einem Eurostaat ausgegebenen Anleihen halten will. Diese Grenze könnte sie bei Anleihekäufen von monatlich 20 Mrd. Euro Ende 2020 erreichen.

– Viertens änderte der EZB-Rat die Modalitäten für die im März beschlossenen GLRG III, um sie noch attraktiver für Banken zu machen. Der noch im Juni bekannt gegebene Abstand von 10 Basispunkten über dem Eingangs- beziehungsweise Mindestzinssatz wurde aufgegeben. Zudem wurde die Laufzeit der GLRG III von zwei auf drei Jahre verlängert, um sie an die übliche Laufzeit von Bankkrediten zur Finanzierung von Investitionsprojekten anzugleichen und so die Finanzierung der Realwirtschaft stärker zu unterstützen. Zwei Jahre nach der Abwicklung des jeweiligen Geschäfts soll es schließlich möglich sein, die durch die GLRG III aufgenommenen Mittel freiwillig vorzeitig zurückzuzahlen, was die Flexibilität des Instruments für Banken erhöht.

– Fünftens beschloss der EZB-Rat, möglichen Nebenwirkungen des negativen Einlagezinssatzes auf die Rentabilität von Banken dadurch entgegenzutreten, dass er ein zweistufiges System für die Verzinsung der Reserveguthaben einführte und einen Teil der Überschussliquidität der Banken vom negativen Einlagezinssatz ausnahm. Der vom negativen Einlagezinssatz ausgenommene Teil beträgt maximal das Sechsfache des Mindestreserve-Solls des betreffenden Kreditinstituts; er wird mit einem jährlichen Zinssatz von 0 Prozent verzinst. Bei den gegenwärtigen Liquiditätsbedingungen könnte sich der ausgenommene Teil damit auf bis zu 43 Prozent der gehaltenen Überschussliquidität belaufen. Die Banken wurden so um insgesamt 2,2 Mrd. Euro entlastet, wovon 500 Mio. auf die deutschen Banken entfielen. Nach Berechnungen einiger Experten hat der Staffungsbeschluss des EZB-Rats im Nettoergebnis sogar eine leicht zinserhöhende Wirkung.⁴²

40 Vgl. Robin Harding: Profoundly low interest rates are here to stay, in: *Financial Times*, 31.7.2019, S. 9; Philip Plickert: Eine neue Ära geldpolitischer Experimente, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 13.6.2019, S. 15.

41 Vgl. Laurence Fletcher: Tail Risk, in: *Financial Times*, 13.9.2019, S. 11.

Das Lockerungspaket der EZB verfehlte seine Wirkung an den Märkten nicht. Während die Senkung des Einlagezinssatzes weitgehend erwartet worden war und die attraktiveren GLRG III nur wenige Abnehmer fanden,⁴³ überraschte viele Marktteilnehmer positiv der erneute Beginn der Anleihekäufe.⁴⁴ Diese Frage war im EZB-Rat – der auf Drängen Draghis darüber keine Abstimmung durchführte – offenbar so heftig umstritten gewesen, dass einige Mitglieder des EZB-Rats glaubten, ihre Opposition (unter direkter Verletzung des Vertraulichkeitsgebots nach Art. 10.4 Satz 1 der EZB-Satzung) lautstark⁴⁵ oder durch gezielte „leaks“⁴⁶ publik machen zu können. Insgesamt neun oder sogar zehn Mitglieder des 25-köpfigen EZB-Rats waren offenbar gegen die Wiederaufnahme der Anleihekäufe zum jetzigen Zeitpunkt.⁴⁷ Sabine Lautenschläger, die seit Januar 2014 dem EZB-Direktorium angehörte, erklärte kurz nach dem EZB-Ratsbeschluss ihren Rücktritt,⁴⁸ sie ist nach Jürgen Stark⁴⁹ und Jörg Asmussen⁵⁰ das dritte deutsche Mitglied des EZB-Direktoriums, das vorzeitig sein Amt abgibt, was ein bezeichnendes Licht auf das zunehmend angespannte Verhältnis zwischen der Geldpolitik der modernisierten EZB und den orthodoxen deutschen Zentralbanktraditionen wirft.⁵¹ Die BILD-Zeitung verunglimpfte EZB-Präsident Draghi wegen der Negativzinsen sogar als „Graf Draghila“, der den deutschen Sparern ihre Konten leersaugen würde.⁵² Bekräftigt wurde die Kritik am September-Paket der EZB durch ein offenes Memorandum einer Gruppe von vormaligen bedeutenden Zentralbankern aus Deutschland, Österreich, den Niederlanden und Frankreich, welche der EZB die Aushöhlung des Zentralbankmandats vorwarfen.⁵³ Die EZB verteidigte ihre Linie öffentlich,⁵⁴ doch es war bemerkenswert: Während sich in den USA alle noch lebenden früheren Zentralbankpräsidenten ange-

-
- 42 Frankfurter Allgemeine Zeitung: War die Zinssenkung der EZB eine Zinserhöhung?, 20.9.2019, S. 23, wonach die Staffelfung die Senkung des Einlagezinssatzes auf minus 0,5 Prozent überkompensiert, so dass der von Banken zu zahlende Durchschnittszins nach dem Beschluss nur minus 0,26 Prozent beträgt.
- 43 Bei der ersten Serie der GLRG III fragten 28 Banken Kredite im Wert von insgesamt gerade einmal 3,4 Mrd. Euro nach; bei der letzten Serie der GLRG II hatten noch 474 Banken bei der EZB Kredite im Wert von insgesamt 233,5 Mrd. Euro aufgenommen; vgl. Martin Arnold: Muted take-up by banks for ECB cheap loans, in: Financial Times, 20.9.2019, S. 3.
- 44 Anja Ettl/Holger Zschäpitz: Finale nach Maß, in: Die Welt, 12.9.2019, S. 13, sprechen von einer „denkwürdigen EZB-Entscheidung“; von einem „historischen Paket“ spricht Handelsblatt: EZB zementiert Minuszins, 13./14./15.9.2019, S. 1.
- 45 So Klaas Knot, der niederländische Zentralbankchef, der den EZB-Beschluss per Pressemitteilung als „unverhältnismäßig“ kritisierte, abrufbar unter: <https://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/Persberichten/2019/dnb385535.jsp> (letzter Zugriff: 27.10.2019). Oder Bundesbank-Präsident Jens Weidmann, der seine Kritik in einem Interview mit der Bild-Zeitung am 14.9.2019 äußerte; „Der EZB-Rat ist über das Ziel hinausgeschossen“, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/presse/interviews/-der-ezb-rat-ist-uebers-ziel-hinausgeschossen-806856> (letzter Zugriff: 27.10.2019).
- 46 Martin Arnold: ECB snubbed own officials’ advice on bond buying, in: Financial Times, 11.10.2019, S. 2; Frankfurter Allgemeine Zeitung: EZB-Präsident ignoriert Rat aus dem eigenen Haus, 11.10.2019, S. 15.
- 47 Martin Arnold: ECB in turmoil over Draghi stimulus, in: Financial Times, 14./15.9.2019, S. 2; Frankfurter Allgemeine Zeitung: Eine Notenbank im Streit, 28.9.2019, S. 19.
- 48 EZB: Sabine Lautenschläger resigns from ECB Board, Pressemitteilung, 25.9.2019.
- 49 Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2012, Baden-Baden 2012, S. 111-124, hier S. 112.
- 50 Selmayr: Europäische Zentralbank, 2014, S. 137.
- 51 Martin Arnold: ‘German problem’ revealed by latest ECB exit, in: Financial Times, 27.9.2019, S. 3; Tony Barber: German scepticism of ECB reveals paradox at heart of the eurozone, in: Financial Times, 28./29.9.2019, S. 9.
- 52 Bild: So saugt Graf Draghila unsere Konten leer, 13.9.2019, S. 2.
- 53 Martin Arnold: Old guard attacks ECB monetary easing, in: Financial Times, 5./6.10.2019, S. 4; Appell: Der Krisenmodus der EZB erfüllt uns mit Sorge, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 5.10.2019, S. 7.
- 54 Martin Arnold: ECB stands firm against stimulus backlash, in: Financial Times, 17.9.2019, S. 4.

sichts der Attacken Trumps gegen US-Fed-Präsident Powell⁵⁵ auf die Seite der Notenbank und ihrer Unabhängigkeit stellten,⁵⁶ kamen im Euroraum die schärfsten Attacken auf die EZB aus dem früher dem Grundsatz der Zentralbankunabhängigkeit besonders verpflichteten Deutschland sowie aus Zentralbankkreisen. Dies ging so weit, dass sich Jean-Claude Trichet, der Vorgänger Draghis als Präsident der EZB, veranlasst sah, den Angriffen in einem Beitrag in der Financial Times entgegenzutreten.⁵⁷

Ende Oktober beruhigte sich die Stimmung im EZB-Rat wieder etwas. Er bekräftigte bei der letzten Sitzung unter Draghi am 24. Oktober 2019 den im September eingeschlagenen Kurs.⁵⁸ An den Märkten ließ der ungewöhnlich offen ausgetragene Streit zwischen Zentralbankern allerdings einige Zweifel daran aufkommen, ob die EZB auch nach dem Ende der Amtszeit Draghis und ohne seine Führung weiterhin eine wirkungsvolle Geldpolitik betreiben kann. Denn ab Ende 2020 könnte ein fortgesetztes „Quantitative Easing“ es erforderlich machen, die von der EZB selbst gesetzte Regel anzuheben, wonach sie maximal 33 Prozent der Staatsschuld eines Eurostaats erwerben darf.⁵⁹

Der EuGH bekräftigt das weite EZB-Mandat – aber was macht Karlsruhe?

Die EZB wäre im September 2019 nicht in der Lage gewesen, auf die deutlich verschlechterten Konjunktur- und Inflationsaussichten mit einer Wiederaufnahme ihrer Anleihekäufe zu reagieren, wenn sie nicht zuvor für ihre unkonventionelle Geldpolitik Schützenhilfe durch den EuGH in Luxemburg bekommen hätte. Hatte der EuGH bereits am 16. Juni 2015 im Fall Gauweiler (Rechtssache C-62/14⁶⁰) entschieden, dass die von der EZB auf dem Höhepunkt der Euro-Krise beschlossenen „Outright Monetary Transactions“ (OMT) – die Anleihekäufe am Sekundärmarkt zur Unterstützung eines Stabilisierungsprogramms des Europäischen Stabilitätsmechanismus vorsahen – ein rechtmäßiger Bestandteil der von ihr verantworteten Geldpolitik sind, fällten die Luxemburger Richter am 11. Dezember 2018 im Fall Weiss (Rechtssache C-493/17⁶¹) ein wegweisendes Urteil zur Rechtmäßigkeit der Ankäufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt, wie sie die EZB seit März 2015 im Rahmen des APP („Quantitative Easing“) unter der Bezeichnung „Public Sector Purchase Programme“ (PSPP) betreibt.⁶²

Im Weiss-Urteil bestätigte der EuGH zunächst, dass die EZB auch auf dem Gebiet der Geldpolitik der richterlichen Kontrolle unterliegt. Die Verträge räumen der EZB zwar „ein weites Ermessen“⁶³ ein, da in der Geldpolitik Entscheidungen technischer Natur zu treffen und komplexe Prognosen und Beurteilungen vorzunehmen sind. Der EuGH hat allerdings, ausgehend vom währungspolitischen Mandat, den Zielen und Befugnissen

55 The Economist: Interference Day. Central banks in the age of populism, 13.4.2019, S. 11, 66.

56 Paul Volcker/Alan Greenspan/Ben Bernanke/Janet Yellen: America Needs an Independent Fed, abrufbar unter: <https://www.wsj.com/articles/america-needs-an-independent-fed-11565045308> (letzter Zugriff: 27.10.2019); Frankfurter Allgemeine Zeitung: Frühere Fed-Chefs kämpfen für die Unabhängigkeit, 7.8.2019, S. 15.

57 Jean-Claude Trichet: Draghi's critics are misguided, in: Financial Times, 14.10.2019, S. 19.

58 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 24.10.2019.

59 Tommy Stubbington: Bond bulls pin hopes on 'QE infinity' in Europe, in: Financial Times, 23.10.2019, S. 25.

60 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 16.6.2015, ECLI:EU:2015:400.

61 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000.

62 Zur Wirksamkeit der Anleihekäufe Felix Hammermann/Kieran Leonard/Stefano Nardelli/Julian von Landesberger: Das Programm des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten: eine Bestandsaufnahme nach Beendigung der Nettoankäufe, in: EZB, Wirtschaftsbericht 2/2019, S. 76.

63 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 24.

der EZB, die Verhältnismäßigkeit ihrer Maßnahmen auf offensichtliche Beurteilungsfehler zu überprüfen.⁶⁴ Außerdem hat die EZB bei ihren Ermessensentscheidungen die verfahrensrechtliche Verpflichtung, sorgfältig und unparteiisch alle relevanten Gesichtspunkte des Einzelfalls zu untersuchen, ihre Entscheidungen hinreichend zu begründen und so eine richterliche Kontrolle zu ermöglichen.⁶⁵

Ausgehend von diesen Erwägungen stellte der EuGH in seinem Weiss-Urteil zunächst fest, dass die zur Gewährleistung der Preisstabilität beschlossenen Anleihekäufe am Sekundärmarkt grundsätzlich vom währungspolitischen Mandat der EZB gedeckt sind, auch wenn sie – wie die Geldpolitik stets – erhebliche Auswirkungen auf die Bilanzen der Geschäftsbanken und die Finanzierungsbedingungen der Eurostaaten haben.⁶⁶ Insbesondere ist die von der EZB seit 2003 gewählte Konkretisierung des Ziels der Preisstabilität – nämlich mittelfristige Inflationsraten von „unter, aber nahe 2 Prozent“ – nicht mit einem offensichtlichen Beurteilungsfehler behaftet, sondern hält sich im Rahmen des festgelegten Mandats.⁶⁷ Ein Programm zum Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt ist somit dann, wenn die Inflationsraten im Euroraum trotz einer Senkung der Leitzinsen auf 0 Prozent und weiterer geldpolitischer Maßnahmen, weiterhin weit unter dem Ziel von 2 Prozent liegen, eine grundsätzlich geeignete, mandatskonforme geldpolitische Maßnahme. Der EuGH schloss die Rechtmäßigkeit des PSPP daraus, dass bei den Beschlüssen zu seinem Start beziehungsweise seiner Verlängerung und Erweiterung die Inflationsrate im Euroraum zwischen -0,2 Prozent und -0,6 Prozent lag, sodass Faktoren vorlagen, die „das Risiko eines mittelfristigen Rückgangs der Preise im Kontext einer Wirtschaftskrise, mit der ein Deflationsrisiko einhergeht“⁶⁸, wesentlich erhöhten. Das PSPP ging in dieser Situation laut EuGH auch nicht über das zur Erreichung des Preisstabilitätsziels Erforderliche hinaus, da der Erwerb von Anleihen an strenge Zulassungskriterien geknüpft, befristeter Natur sowie – trotz seines beachtlichen Gesamtumfangs – in seinem monatlichen Volumen begrenzt war. Ferner galten strenge Ankaufsobergrenzen pro Emission und Emittent, welche die EZB selbst derzeit bei jeweils 33 Prozent der Anleihen einer Emission und eines Emittenten festgesetzt hatte. Schließlich hatte die EZB ihr Verlustrisiko dadurch begrenzt, dass sie für das PSPP keine allgemeine Verlustteilungsregel eingeführt hatte.⁶⁹ Der EuGH stufte das PSPP demzufolge als verhältnismäßige Maßnahme ein.⁷⁰

Auch eine Verletzung des von Art. 123 Abs. 1 AEUV aufgestellten Verbots der monetären Finanzierung von Mitgliedstaaten konnte der EuGH nicht feststellen. Für den EuGH hatten die von Art. 18.1 der EZB-Satzung grundsätzlich erlaubten Anleihekäufe am Sekundärmarkt im Rahmen des PSPP keine gleiche Wirkung wie (verbotene) Anleihekäufe am Primärmarkt, da sie für Marktteilnehmer nicht im Detail vorhersehbar waren. Zwar waren das Gesamtvolumen und die Laufzeit der Anleihekäufe von der EZB im Voraus bekannt gegeben worden, um die gewünschte geldpolitische Signalwirkung zu

64 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 24.

65 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 30ff.

66 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 58ff., 70.

67 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 56, 75.

68 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 74.

69 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 97 ff. Der EuGH sah keinen Anlass, zu der Frage Stellung zu nehmen, ob ein Anleihekaufprogramm auch mit einer allgemeinen Verlustteilungsregel rechtmäßig wäre, da diese Frage „zu diesem Zeitpunkt hypothetisch ist“ (Rn. 159 ff., 166).

70 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 100.

erzielen, sodass die Ankäufe insofern auf makroökonomischer Ebene vorhersehbar waren.⁷¹ Mehrere von der EZB eingeführte Garantien verhinderten jedoch, dass ein privater Marktteilnehmer gewissermaßen „wie eine Mittelsperson“ der EZB agieren und so das Verbot der monetären Finanzierung umgangen werden konnte. Insbesondere hatte die EZB eine (bewusst geheim gehaltene) Sperrfrist festgesetzt, sodass Anleihen eines Mitgliedstaats nicht unmittelbar nach ihrer Emission, sondern erst nach Bildung eines Marktpreises angekauft werden konnten, was die zeitliche Vorhersehbarkeit des Tätigwerdens der EZB auf den Sekundärmärkten beschränkte.⁷² Schließlich führten die Anleiheobergrenzen von 33 Prozent pro Emission und 33 Prozent pro Emittent dazu, dass ein privater Marktteilnehmer beim Erwerb von Anleihen keine Gewissheit haben konnte, dass die EZB oder die im Rahmen des PSPP für sie handelnden nationalen Zentralbanken diese Anleihe wieder aufkaufen würden.⁷³ Auch wenn das PSPP ohne Zweifel die Finanzierung der Eurostaaten in gewissem Maß erleichterte, beseitigte es nach Auffassung des EuGH doch nicht den Anreiz für diese, eine gesunde Haushaltspolitik zu betreiben. Wegen der nur vorübergehenden Natur des PSPP konnten sich die Mitgliedstaaten auf dieses nicht langfristig verlassen, zumal die EZB die Anleihekäufe stets reduzieren oder ganz einstellen konnte und auch die erworbenen Anleihen jederzeit wieder verkaufen konnte.⁷⁴ Ferner erlaubt das PSPP nur den Erwerb von Anleihen mit einer hohen Bonitätsbeurteilung.⁷⁵ Vor allem aber bewirkten die von der EZB selbst gesetzten Ankaufobergrenzen, dass „nur ein geringer Teil“ der von einem Eurostaat ausgegebenen Anleihen im Rahmen des PSPP erworben werden kann, jeder Eurostaat also weiterhin „hauptsächlich“ die Märkte nutzen muss, um sein Haushaltsdefizit zu finanzieren.⁷⁶ Insgesamt bestätigte also der EuGH im Fall Weiss die Rechtmäßigkeit des PSPP und der mit ihm verbundenen Garantien.

Allerdings ist mit dem Urteil des EuGH die rechtliche Auseinandersetzung um die Anleihekäufe der EZB nicht zu Ende. Denn wie bereits der Fall Gauweiler hatte auch der Fall Weiss seinen Ausgangspunkt in Verfassungsbeschwerden vor dem deutschen Bundesverfassungsgericht, welches daraufhin den EuGH mit ausführlichen und kritischen Vorabentscheidungsfragen befasste. Nach dem Urteil des EuGH liegt das Verfahren nun wieder bei den Verfassungsrichtern in Karlsruhe zur Sachentscheidung. Bei der mündlichen Verhandlung im Juli 2019 zeigte sich dabei, dass die Verfassungsrichter offenbar nicht so einfach den Vorgaben aus Luxemburg zu folgen bereit sind.⁷⁷ Verstärkt klingt Kritik an der vom EuGH angeblich praktizierten begrenzten Kontrolldichte bei geldpolitischen Entscheidungen der EZB an. Im Bundesverfassungsgericht wird teilweise die Auffassung vertreten, dass die weit reichende Unabhängigkeit, mit welcher die EZB – ursprünglich gerade auf deutsches Drängen – ausgestattet worden ist, zu demokratischen „Einflussknicken“ führe und deshalb durch eine verschärfte richterliche Kontrolle kompensiert werden müsse. Während der EuGH den Standpunkt vertritt, dass allein die EZB über den unabhängigen Sachverstand verfügt, regelmäßig umstrittene Fragen der Geldpolitik in der Sache zu entscheiden und dabei vom EuGH nur auf offensichtliche

71 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 128.

72 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 114 ff.

73 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 124 ff.

74 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 133 ff.

75 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 142 ff.

76 EuGH: Urteil des Gerichtshofes (Große Kammer) vom 11.12.2018, ECLI:EU:C:2018:1000, Rn. 141.

77 Reinhard Müller: Der nächste Knall?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 2.7.2019, S. 8.

Beurteilungs- und Verfahrensfehler kontrolliert werden kann, scheint Karlsruhe nicht davor zurückzusehen, sich erforderlichenfalls mit seiner eigenen Auffassung von einer angemessenen Geldpolitik an die Stelle der Hüter der Einheitwährung zu setzen.⁷⁸ Die aufgeheizte Diskussion in Deutschland über die Geldpolitik, bei der neben Euroskeptikern auch die Deutsche Bundesbank, deutsche Mitglieder des EZB-Rats, maßgebliche Teile der liberal-konservativen Medien sowie große Teile der Professorenschaft zu den heftigen Kritikern der EZB gehören, scheint zunehmend ein Echo in den Überlegungen der Verfassungsrichter zu finden. Kritische Ausführungen zur angeblich fehlenden demokratischen Legitimation der EZB in einem Verfassungsurteil vom 30. Juli 2019⁷⁹ zur Übertragung der Bankenaufsicht auf die Frankfurter Währungshüter lassen befürchten, dass das Bundesverfassungsgericht dem EuGH im Fall Weiss erstmals jedenfalls teilweise die Gefolgschaft verweigern könnte.⁸⁰ Vorstellbar ist, dass die Verfassungsrichter die von der EZB selbst gesetzte Ankaufobergrenze, nach der maximal 33 Prozent von einer Emission und von einem Emittenten gekauft werden können, als unveränderbare Obergrenze interpretieren; dass sie für die Laufzeit des PSPP eine zeitliche Obergrenze formulieren, bei deren Überschreiten die Bundesbank nicht mehr berechtigt wäre, die von der EZB beschlossene Geldpolitik in Deutschland durchzuführen; oder dass sie sich von der öffentlichen Kritik am September-Paket der EZB gar ermutigt fühlen, unkonventionelle Maßnahmen der EZB außerhalb einer Wirtschaftskrise wegen Verletzung der Verhältnismäßigkeit zur Gänze zu untersagen.⁸¹ Ein solcher Justizkonflikt mit Deutschland könnte die Geldpolitik der EZB auf Jahre ihrer Wirksamkeit berauben, was voraussichtlich eine Flucht von Kapital in deutsche Staatsanleihen, eine drastische weitere Senkung des Zinsniveaus in Deutschland sowie verstärkte Ungleichgewichte im Euroraum zur Folge hätte.⁸² Die konstruktive Mitwirkung Deutschlands an der Europäischen Union wäre wohl dauerhaft in Frage gestellt. Es ist daher zu hoffen, dass das Bundesverfassungsgericht in seinem für Ende 2019 erwarteten abschließenden Urteil diese weit reichenden Konsequenzen berücksichtigt.

Weitgehend stabiler Euro-Außenwert, Kroatien auf Euro-Kurs

Der Wechselkurs des Euro hätte sich 2019 eigentlich deutlich abschwächen müssen. Geopolitische Spannungen und Konflikte führen regelmäßig zu einer signifikanten Aufwertung des US-Dollar als wichtigster „Hafenwährung“ der Welt, während die schwächelnde Konjunktur im Euroraum und die von der EZB ab März eingeleitete erneute Lockerung ihrer Geldpolitik normalerweise einen erheblich schwächeren Euro insbesondere zum US-Dollar zur Folge hätte haben müssen. Dennoch blieb die Stellung des Euro im Weltwährungssystem weitgehend stabil. Der nominale effektive Wechselkurs

78 Vgl. Mark Dawson/Ana Bobić: Quantitative Easing at the Court of Justice – Doing whatever it takes to save the euro: Weiss and Others, in: *Common Market Law Review* 4/2019, S. 1005.

79 Bundesverfassungsgericht: Urteil vom 30.7.2019, 2 BvR 1685/14, 2 BvR 2631/14; *Frankfurter Allgemeine Zeitung*: Bankenaufsicht mit dem Grundgesetz vereinbar, 31.7.2019, S. 1.

80 Wolfgang Janisch: Griff nach der Seifenblase, in: *Süddeutsche Zeitung*, 1.8.2019, S. 6; Claire Jones: German constitutional court to rule on ECB bond buying, in: *Financial Times*, 31.7.2019, S. 2.

81 Hierfür plädieren die Kläger im Fall Weiss, die im September versuchten, ihre Verfassungsbeschwerden unter Bezugnahme auf die neuesten EZB-Beschlüsse zu ergänzen; *Frankfurter Allgemeine Zeitung*: Juristisch gegen neue EZB-Anleihekäufe, 9.10.2019, S. 17. Vgl. auch Gerald Braunberger: Überschätzte Anleihekaufprogramme, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1.8.2019, S. 17.

82 Holger Schmieding: Ein Konjunkturrisiko aus Karlsruhe?, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 26.8.2019, S. 10.

des Euro gegenüber den 38 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums ging bis August 2019 im Jahresvergleich um lediglich 2,7 Prozent zurück.⁸³ Der Euro verlor dabei zum US-Dollar (-3,7 Prozent), zum japanischen Yen (-7,8 Prozent) und zum Schweizer Franken (-4,6 Prozent) an Wert, konnte sich gegenüber dem chinesischen Renminbi weitgehend behaupten (-0,6 Prozent) und wertete gegenüber dem britischen Pfund (+ 2,1 Prozent), der schwedischen Krone (+2,6 Prozent) und dem polnischen Zloty (+1,4 Prozent) auf.

Die relative Stabilität des Außenwerts des Euro in Zeiten globaler Unruhe scheint eine Konsequenz des Wandels der USA vom Hüter zum Disruptor der regelbasierten Weltordnung zu sein. Dies zeigt sich auch an der insgesamt stärkeren internationalen Rolle des Euro, die seit der Rede von Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker zur Lage der Union im September 2018 aus geopolitischen Gründen von der Europäischen Kommission⁸⁴ und der EZB⁸⁵ offiziell gefördert wird. Die EZB verzeichnete im Juni 2019 einen Anstieg des Anteils des Euro an den globalen Devisenreserven um 1,2 Prozentpunkte auf nun 20,7 Prozent, während der Anteil des US-Dollars auf 61,7 Prozent und damit den niedrigsten Wert seit 1999 sank.⁸⁶ Mehrere Schwellenländer sowie die russische Zentralbank erhöhten ihre Euro- und Renminbi-Bestände zu Lasten des US-Dollar.⁸⁷ Der Anteil der in Euro begebenen Fremdwährungsanleihen stieg um 2,5 Prozentpunkte auf 22,7 Prozent, während der Anteil des US-Dollar um 10,7 Prozentpunkte zurückging.⁸⁸ In der stärkeren internationalen Rolle des Euro schlug sich neben der Volatilität der US-Außenpolitik auch der zunehmende Rückgriff der USA auf Wirtschaftssanktionen zur Durchsetzung machtpolitischer Interessen ab.⁸⁹ Trotzdem beschuldigte Trump den Euroraum und China wiederholt, ihre Währungen zu Lasten des US-Dollar zu schwächen, auch wenn der IWF hierfür keine Anhaltspunkte fand. Anfang August 2019 qualifizierten die USA China sogar formell als „Währungsmanipulator“ und drohten mit einseitigen Interventionen zur Schwächung des US-Dollars,⁹⁰ während China als Reaktion auf die Ankündigung von US-Strafzöllen in Höhe von 300 Mrd. Euro den Renminbi erstmals seit 2008 wieder unter die symbolische Marke von 7 Renminbi pro 1 US-Dollar sinken ließ.⁹¹ Dieser von den USA angezettelte Währungskrieg erhöhte nicht die Glaubwürdigkeit der größten globalen Wirtschafts- und Währungsmacht,⁹² auch wenn der Weg zu einem multipolaren Weltwährungssystem noch weit ist.⁹³

Für die weitere Entwicklung des Euro war die Entscheidung der Eurostaaten im Juli 2019 bedeutsam, nach Bulgarien nun auch Kroatien auf dessen Antrag hin den Weg zu

83 EZB: Wirtschaftsbericht 6/2019, S. 23, 86.

84 Europäische Kommission: Hin zu einer stärkeren internationalen Rolle des Euro, Mitteilung COM(2018) 796, 5.12.2018.

85 Claire Jones: ECB joins Brussels in pushing for greater role for euro, in: *Financial Times*, 14.6.2019, S. 3.

86 EZB: The International role of the euro, Juni 2019, S. 8; *Süddeutsche Zeitung*: So wenig Dollar war lange nicht, 14.6.2019, S. 20.

87 EZB: The International role of the euro, Juni 2019, S. 9.

88 EZB: The International role of the euro, Juni 2019, S. 21.

89 Sam Fleming: The currency warrior, in: *Financial Times*, 2.7.2019, S. 7; Eva Szalay/Colby Smith: Central banks start to edge way from US dollar, in: *Financial Times*, 10.10.2019, S. 19.

90 *Frankfurter Allgemeine Zeitung*: Washington bezeichnet China als „Währungsmanipulator“, 7.8.2019, S. 1.

91 Hudson Lockett/Peter Wells/Adam Samson: China allows currency to weaken in escalation of trade war with US, in: *Financial Times*, 6.8.2019, S. 1.

92 Eva Szalay: Rocky road awaits any US attempt to weaken dollar, in: *Financial Times*, 17.7.2019, S. 19.

93 Vgl. Claudio Borio: The international role of the euro: down but not out, Rede in Brüssel am 4.4.2019, abrufbar unter: https://www.eesc.europa.eu/sites/default/files/files/the_international_role_of_the_euro_down_but_not_out_mr_claudio_borio.pdf (letzter Zugriff: 27.10.2019).

einer baldigen Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus II und in der Bankenunion zu eröffnen⁹⁴ und somit die Weichen dafür zu stellen, dass der jüngste und bereits in hohem Maße faktisch „euroisierte“ EU-Mitgliedstaat in den kommenden drei bis vier Jahren den Euro einführen kann.⁹⁵ Auch der bevorstehende britische EU-Austritt hatte Auswirkungen auf die internationale Stellung des Euro. So informierte im Herbst 2019 der Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) – der seit 2012 als „Firewall“ hinter den Eurostaaten steht und zu deren Stabilisierung bis zu 500 Mrd. Euro mobilisieren kann – Investoren, dass er ab 1. Oktober keine ESM-Anleihen mehr nach britischem Recht ausgeben wird. Künftig unterliegt das Anleihegeschäft des ESM – das derzeit ein Volumen von 10 Mrd. Euro pro Jahr hat – luxemburgischem Recht, also dem Recht eines Eurostaats.⁹⁶

Lagarde folgt auf Draghi

Mit Christine Lagarde steht seit dem 1. November 2019 erstmals eine Frau, erstmals eine Juristin sowie – nach Jean-Claude Trichet – zum zweiten Mal ein französischer Staatsangehöriger an der Spitze der EZB. Ihre internationale Erfahrung als Geschäftsführende Direktorin des IWF⁹⁷ wird dabei für die kommenden Jahre, in denen die Rolle Europas in der Welt die entscheidende strategische Frage des Kontinents ist, ebenso von unschätzbarem Wert sein wie ihr ausgeprägtes Kommunikationstalent und ihr starker Teamgeist.⁹⁸ Die Benennung Lagardes als EZB-Chefin war ein zentraler Teil des politisch äußerst kontroversen Personalpakets von EU-Führungspositionen, das nach der Europawahl im Mai 2019 über Wochen hinweg von den Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten ausgehandelt worden war.⁹⁹ „Unter Lagarde wird es dem Euro gutgehen“, so begrüßte die deutsche Bundeskanzlerin Angela Merkel, die als persönliche Freundin Lagardes gilt, die von ihr maßgeblich vorbereitete Entscheidung des Europäischen Rates.¹⁰⁰ Auch Marktteilnehmer sahen die Ernennung Lagardes weitgehend als sehr gute Nachricht an.¹⁰¹ Denn Lagarde fiel in der Wirtschafts- und Finanzkrise durch einen gemäßigten Ansatz sowie als gute Verhandlerin auf und hatte sich als stete Mahnerin für eine intelligente Unterstützung der Geldpolitik durch die Fiskalpolitik einen Namen gemacht. Bei ihrer Anhörung im Europäischen Parlament am 4. September 2019 zeigte sie, dass sie in der Kontinuität Draghis für einen modernen geldpolitischen Kurs steht, der auch den Klimawandel berücksichtigt.¹⁰² Wenn sie in einem deutschen Wirtschaftsmedium bereits als „die Italienerin“¹⁰³ bezeichnet wird, spricht das mehr gegen die in

94 Rat: Statement on Croatia's path towards ERM II participation, Pressemitteilung 541/19, 8.7.2019

95 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Kroatien strebt in den Euro, 9.7.2019, S. 16.

96 Tommy Stubbington: Eurozone bailout fund ditches English law for bonds in fresh Brexit hit to UK, in: Financial Times, 27.9.2019, S. 11.

97 James Politi: Lagarde's IMF legacy holds clues to her new role as ECB president, in: Financial Times, 2.9.2019, S. 4.

98 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Pionierin der Finanzwelt, 4.7.2019, S. 20; Claire Jones: Lagarde offers diplomatic touch to ECB role, in: Financial Times, 4.7.2019, S. 3.

99 Vgl. hierzu auch den Beitrag „Europäischer Rat“ in diesem Jahrbuch.

100 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Applaus für Lagarde – und ein paar Buhrufe, 4.7.2019, S. 15.

101 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Europas Finanzmärkte freuen sich auf Lagarde, 4.7.2019, S. 23.

102 Lagarde: Opening Statement to the Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament, abrufbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/186560/Opening%20Statement%20by%20Christine%20Lagarde%20to%20the%20ECON%20Committee-original.pdf> (letzter Zugriff: 27.10.2019).

103 Karin Finkenzeller/Malte Fischer/Julian Heissler/Stefan Reccius/Christof Schürmann/Silke Wettach: Die Italienerin, in: Wirtschaftswoche, 12.7.2019, S. 14.

Klischees abgeglittene deutsche Debatte – wo sich viele den Draghis Kurs ablehnenden (und deshalb im Kreis der Notenbanker chancenlosen) Bundesbank-Präsidenten Jens Weidmann als EZB-Präsident gewünscht hatten¹⁰⁴ – als gegen Lagarde.

Lagarde kann bei ihrer Arbeit als EZB-Präsidentin auf ein überwiegend erneuertes Team im EZB-Direktorium zählen. Seit Juni hat der exzellente irische Ökonom Philip Lane¹⁰⁵ als EZB-Chefvolkswirt die Nachfolge des Belgiers Peter Praet angetreten, der die Geldpolitik der EZB unter Draghi maßgeblich beeinflusst hatte. Zum Jahresende wird auch der Franzose Benoit Cœuré ausscheiden,¹⁰⁶ der zu den führenden Köpfen der EZB um Draghi gehört hatte¹⁰⁷ und als dessen Nachfolger der Europäische Rat den italienischen Zentralbanker Fabio Panetta¹⁰⁸ ausgewählt hat. Nachfolgerin der im September zurückgetretenen Sabine Lautenschläger soll die deutsche Wirtschaftsweibe Isabel Schnabel werden,¹⁰⁹ erstmals gehören dem EZB-Direktorium somit zwei Frauen an. Aus der Draghi-Zeit bleiben nur der Luxemburger Yves Mersch – der seit Oktober 2019 im EZB-Direktorium für die Bankenaufsicht zuständig und stellvertretender Vorsitzender des Aufsichtsgremiums ist – sowie EZB-Vizepräsident Luis de Guindos aus Spanien, was Lagarde einigen Spielraum zum Setzen eigener Akzente geben dürfte.

Als eine ihrer ersten Aufgaben hat die neue EZB-Präsidentin eine Überprüfung („review“) der zuletzt 2003 – also weit vor der Finanzkrise – aktualisierten geldpolitischen Strategie der EZB auf die Tagesordnung gesetzt. Dies ist dringend erforderlich.¹¹⁰ Denn das Umfeld, in dem Zentralbanken tätig sind, hat sich in den vergangenen Jahren signifikant verändert. Die erfolgreiche Bilanz Draghis an der Spitze der EZB¹¹¹ kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass es auch ihm nicht gelungen ist, die Inflationsentwicklung wieder dauerhaft in die Nähe des EZB-Ziels von „unter, aber nahe zwei Prozent“ zu bringen; die Inflationsrate lag während der achtjährigen Amtszeit Draghis durchschnittlich nur bei 1,2 Prozent.¹¹² Eine grundsätzliche Überprüfung, wie Zentralbanken unter den Bedingungen von Globalisierung, Digitalisierung und demographischem Wandel weiterhin wirksam Geldpolitik betreiben können, ist daher notwendig – zumal Zentralbanken von Plänen zur Ausgabe privater Digitalwährungen, wie sie Facebook mit Libra erwägt, im Kern ihres Mandats als Währungshüter herausgefordert werden.¹¹³

104 Gerald Braunberger: Die Politisierung der EZB, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 4.7.2019, S. 15.

105 Frank Wiebe: Der neue Mr. Euro, in: Handelsblatt, 5./6./7.7.2019, S. 63.

106 Im November und Dezember 2019 gehörten somit dem sechsköpfigen EZB-Direktorium mit Lagarde und Cœuré zwei Mitglieder französischer Staatsangehörigkeit an, was rechtlich ohne weiteres möglich ist, da für die Mitgliedschaft im Direktorium der Sachverstand und nicht die Nationalität ausschlaggebend ist. Im November und Dezember 2011 gab es bereits mit Draghi und Lorenzo Bini Smaghi gleichzeitig zwei EZB-Direktoriumsmitglieder italienischer Staatsangehörigkeit.

107 Philip Plickert/Johannes Pennekamp: Ich will auch weiter Europa dienen, Gespräch mit Benoît Cœuré, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 23.5.2019.

108 Tobias Piller: Ein zorniger Italiener für die EZB, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 10.10.2019, S. 24.

109 Jan Mallien/Frank Wiebe: In Deutschland wird die EZB ständig zum Sündenbock gemacht, Gespräch mit Isabel Schnabel, in: Handelsblatt, 15.9.2019.

110 Cerstin Gammel: Lagardes Wettlauf, in: Süddeutsche Zeitung, 15.7.2019, S. 4; Financial Times: Next ECB head must broaden policy toolkit, 26./27.10.2019, S. 10.

111 Vgl. Jürgen Callies: Draghi hinterlässt eine transformierte Notenbank, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21.8.2019, S. 25.

112 Valentin Romei/Martin Arnold: Draghi legacy. Euro saved but inflation target missed, in: Financial Times, 22.10.2019, S. 2.

113 Brendan Greeley: Facebook's currency plan is a wake-up call for central banks, in: Financial Times, 22.10.2019, S. 2.

Auch wenn Draghi seiner Nachfolgerin Lagarde zum Abschied keine Ratschläge erteilen wollte, hat er mit den letzten von ihm verantworteten Beschlüssen eine Zentralbank hinterlassen, die bis März 2024 – dann erst läuft das letzte unter Draghi auf den Weg gebrachte GLRG III aus – auf Lockerungskurs eingestellt ist. Geldpolitisch wird Lagarde wohl auf viel Kontinuität setzen. Seinen letzten Rat als EZB-Präsident richtete Draghi an die politisch Verantwortlichen in den Eurostaaten: Die Fiskalpolitik dürfe die EZB nicht alleine die Lasten der wirtschaftlichen Stabilisierung Europas tragen lassen, so mahnte Draghi in den letzten Wochen seiner Amtszeit wiederholt.¹¹⁴ Bereits in seiner Sintra-Rede hatte Draghi eingehend erläutert, wie in der Finanzkrise die Tatsache, dass nur die EZB bei schädlichen Entwicklungen rasch und wirksam gegensteuern konnte, den Euroraum Zeit, Wachstum und Arbeitsplätze gekostet hatte. Erforderlich sei deshalb eine fiskalische Kapazität auf europäischer Ebene, welche die supranationale Geldpolitik der EZB komplementiere, so Draghi auf seiner letzten Pressekonferenz am 24. Oktober 2019. Mit dem von Kommissionspräsident Juncker im September 2017 angestoßenen Euroraum-Budget als Teil des EU-Haushalts ist dazu ein erster Schritt getan. Eine Einigung der EU-Mitgliedstaaten auf eine solche Budgetlinie mit dem Schwerpunkt auf Reformen und Investitionen zeichnete sich Ende 2019 ab, auch wenn das neue Instrument mit nur 17 Mrd. Euro für einen Zeitraum von sieben Jahren noch recht bescheiden geblieben ist.¹¹⁵ Wie die 20-jährige Geschichte des Euro zeigt, werden sich die EU-Mitgliedstaaten schrittweise zu mehr wirtschafts- und finanzpolitischer Gemeinsamkeit bereithalten müssen, wenn sie unter Beachtung der Mahnung Draghis eine dauerhafte Überdehnung des EZB-Mandats oder sogar eine Überforderung ihrer Zentralbank vermeiden wollen. Die neue EZB-Präsidentin Lagarde wird dazu in den ersten Monaten ihrer Amtszeit ohne Zweifel interessante Gespräche in Europas Hauptstädten zu führen haben.

Weiterführende Literatur

- Benoît Cœuré: The euro's global role in a changing world: a monetary policy perspective, Rede vor dem Council on Foreign Relations, New York, 15. Februar 2019, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190215~15c89d887b.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2019).
- Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2018, Frankfurt am Main 2019.
- Europäische Zentralbank: EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2018, Frankfurt am Main 2019.
- Philipp Hartmann/Frank Smets: The first twenty years of the European Central Bank: Monetary Policy, EZB, Working Paper Series, No 2219, Dezember 2018.
- Jean-Claude Juncker: Building the euro: moments in time, lessons in history, Rede auf dem ECB Forum on Central Banking, Sintra, 19. Juni 2019, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20190617_ECB_forum_Sintra/speech_Juncker.en.pdf (letzter Zugriff: 27.10.2019).
- Philip R. Lane: Reflections on monetary policy, Bloomberg-Rede, London, 16.9.2019, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2019/html/ecb.sp190916~ca77017a8e.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2019).
- Jana Randow/Alessandro Speciale: Mario Draghi. L'Artefice. La vera storia dell'uomo che ha halvato l'euro, Rom 2019.

114 Lionel Barber/Claire Jones: Draghi backs calls for fiscal union to bolster eurozone against rivals, in: Financial Times, 30.9.2019, S. 1; 'Have we done enough? Yes – and we can do more', FT Interview mit Draghi, in: Financial Times, 1.10.2019, S. 8.

115 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Der Haushalt für die Eurozone rückt näher, 11.10.2019, S. 15; Christoph G. Schmutz: Die EU-Finanzminister einigen sich auf eine „Wasserpistole“, in: Neue Zürcher Zeitung, 12.10.2019, S. 14.