

Europäische Zentralbank

Martin Selmayr*

Als Christine Lagarde am 1. November 2019 ihr Amt als Präsidentin der Europäischen Zentralbank (EZB) antrat, fand sie eine gedämpfte Wirtschaftslage vor. Die Preissteigerungsrate im Euroraum unterschritt 2019 mit 1,2 Prozent (nach 1,8 Prozent im Vorjahr) deutlich das Ziel der EZB von „unter, aber nahe 2 Prozent“ mittelfristiger Inflation, und das Wachstum im Euroraum hatte sich – nach sieben Wachstumsjahren in Folge – auf 1,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) abgeschwächt (nach 1,9 Prozent im Vorjahr). Lagardes Vorgänger Mario Draghi hatte deshalb – in Sorge um die weitere Entwicklung des Euroraums – noch in den letzten Wochen seiner achtjährigen Amtszeit erneute Lockerungen der Geldpolitik im EZB-Rat durchgesetzt, darunter eine weitere Senkung des Zinssatzes der Einlagefazilität von -0,4 auf -0,5 Prozent und eine Wiederaufnahme des Ende 2018 eigentlich eingestellten Programms zum Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen im Umfang von 20 Mrd. Euro pro Monat. Dabei hatte Draghi wenig Rücksicht darauf genommen, dass er seiner Nachfolgerin damit ein äußerst zerstrittenes oberstes Beschlussorgan der EZB hinterließ, dessen Geldpolitik vor allem in Deutschland, der größten Volkswirtschaft im Euroraum, inzwischen erbitterten Widerspruch bei vielen Meinungsführern in Wirtschaft und Medien hervorrief. Angesichts dieser Umstände wäre es wohl für jeden neuen EZB-Präsidenten kein leichtes Unterfangen gewesen, in Draghis Fußstapfen zu treten, zumal dieser an den Finanzmärkten den Status eines „Halbgotts“ erlangt hatte, seit er mit seiner Londoner Rede mitten in der Finanzkrise zugesagt hatte, im Rahmen des EZB-Mandats alles („whatever it takes“) zu tun, um den Euro zu bewahren. Nicht ahnen konnte man bei Lagardes Amtsantritt, dass nur wenige Wochen später das SARS-CoV-2-Virus die Grenzen Chinas überschreiten und eine Pandemie auslösen würde, die alles in den Schatten stellte, was Europas Währungshüter bislang an Krisen zu bewältigen hatten. Das hoch ansteckende Virus forderte in Europa im Laufe des Jahres 2020 mehr als 200.000 und weltweit mehr als 1,2 Mio. Menschenleben und veranlasste die meisten Regierungen zu einem monatelangen Herunterfahren weiter Teile der Wirtschaft.¹ Im stark vernetzten Euroraum löste dies die wohl schwerste Wirtschaftskrise seiner Geschichte aus (BIP 2020: -8 Prozent; monatliche Inflationsrate im September 2020: -0,3 Prozent)² und veranlasste die EZB mit ihren inzwischen 3.770 Mitarbeitern (1.189 davon in der Bankenaufsicht), entschlossener denn je einzugreifen, um in der Krise günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten und so Wachstum und Arbeitsplätze zu bewahren. Dass es der Geldpolitik dabei gelang, in wirksamer Komplementarität zur Finanzpolitik eine gefährliche Fragmentierung des Euroraums zu verhindern und die wirtschaftlichen Folgen der Pandemie in Europa erheblich abzumildern, ist nicht zuletzt das Verdienst der politisch erfahrenen und exzellent vernetzten neuen EZB-Präsidentin, der es

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

1 Vgl. hierzu auch den Beitrag „Die Auswirkungen der Covid-19-Pandemie“ in diesem Jahrbuch.

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

nach anfänglichem Zögern rasch gelangt, die EZB zu einem zentralen Pfeiler der europäischen Antwort auf SARS-CoV-2 zu machen.

Der neue Stil der „Eule“ Lagarde

Bereits bei ihrer ersten Pressekonferenz am 12. Dezember 2019 machte EZB-Präsidentin Lagarde klar, dass sie einen neuen Stil im EZB-Tower einzuführen beabsichtigte. Sie werde sie selbst sein und daher wahrscheinlich anders, gab sie einleitend zu Protokoll³, wohl auch um deutlich zu machen, dass alle Vergleiche mit ihrem legendären Vorgänger unangebracht seien. Zwar stehe sie in der Kontinuität Draghis, dessen Entscheidungen Bestand hätten, einschließlich der umstrittenen Entscheidungen vom September 2019 zur erneuten Lockerung der Geldpolitik. Lagarde unterstrich aber, dass sie direkter und offener in der Kommunikation, kollegialer in der Führung und bewusst komplementär zur übrigen europäischen Politik sein wolle.

Ihren Kommunikationsstil demonstrierte Lagarde gleich in ihren ersten Pressekonferenzen dadurch, dass sie sich – nachdem sie das vom EZB-Rat in jeder Einzelheit sorgsam durchformulierte Eingangsstatement ebenso wie alle ihre Vorgänger vorgelesen hatte – weitgehend frei und in einer in Zentralbankkreisen ungewohnten Direktheit äußerte. Sie scheute nicht davor zurück, ausgehandelte Kompromissformeln um eigene Worte und Bewertungen anzureichern. Als vormalige französische Finanzministerin und langjährige Geschäftsführende Direktorin des Internationalen Währungsfonds (IWF) war Lagarde zwar durchaus vom Fach, aber doch eine Novizin in der komplexen, oft mystifizierten Zentralbankwelt, zumal sie als eines der wenigen Mitglieder des EZB-Rats nicht Ökonomin, sondern Juristin ist. Sie räumte deshalb freimütig ein, dass sie weder sämtliche von ihrer Institution verwendeten Abkürzungen kenne noch beanspruche, alles zu wissen. Falls sie etwas nicht wüsste, dann würde sie es mitteilen, so versuchte sie, mögliche Skeptiker zu entwarnen.⁴ Sie wolle an der Spitze einer Zentralbank stehen, deren Entscheidungen von den Menschen verstanden werden, so lautet ein zentrales Credo Lagardes, die großen Wert auf Kommunikation über soziale Medien legt. Dort ist sie selbst mit persönlichen Accounts auf dem Nachrichtendienst Twitter, bei LinkedIn sowie auf der chinesischen Plattform Weibo präsent. Mit dem Abgehen von kodierten, nur von Finanzexperten zu entschlüsselnden Äußerungen zeigte sich Lagarde erfreulich bürgernah, ging jedoch auch ein Risiko ein. Jede noch so kleine Unachtsamkeit in der Kommunikation wurde nun sofort auf den ungewohnt direkten Stil der neuen EZB-Präsidentin zurückgeführt. Als Lagarde zu Beginn der Covid-19-Pandemie durch eine missglückte Äußerung bei der Pressekonferenz am 12. März 2020 Zweifel daran aufkommen ließ, dass die EZB auch in dieser Krise alles tun würde, um einer Fragmentierung des Euroraums entgegenzuwirken⁵, sah sie sich sofort innerhalb der EZB und in der Öffentlichkeit (vor allem in Italien) schweren Vorwürfen ausgesetzt.⁶ Nach heftigen Marktreaktionen⁷ musste Lagarde ein

3 EZB: Pressekonferenz, 12.12.2019.

4 EZB: Pressekonferenz, 12.12.2019.

5 Auf der EZB-Pressekonferenz vom 12.3.2020 fragte ein Journalist: „At the moment certain countries are hit especially hard, like Italy. What can the ECB do if the spread for government bonds increase?“ Lagarde: „Well, we will be there, as I said earlier on, using full flexibility, but we are not here to close spreads. This is not the function or the mission of the ECB. There are other tools for that, and there are other actors to actually deal with those issues.“

6 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Empörung über Lagarde in Italien, 14.3.2020, S. 18.

7 Martin Arnold/Tommy Stubbington: Lagarde alarms bond investors as ECB launches fresh stimulus measures, in: Financial Times, 13.3.2020, S. 1.

korrigierendes Statement im Fernsehen abgeben⁸ (eine Premiere für einen EZB-Präsidenten) und es anschließend dem angesehenen EZB-Chefökonom Philip Lane überlassen, im neuen EZB-Blog wieder für Klarheit über geldpolitischen Kurs und Entschlossenheit der europäischen Währungshüter zu sorgen.⁹ Lagarde beendete nach dieser Erfahrung ihr Experiment, die EZB-Pressekonferenzen durch persönliche Bemerkungen lebendiger zu gestalten und las nunmehr ihre Antworten meist von mitgebrachten Notizzetteln ab¹⁰ – was für einige Beobachter wiederum ihre Autorität in Frage stellte.¹¹ Im Oktober 2020 ernannte die EZB Wolfgang Proissl zum neuen Generaldirektor Kommunikation. Der erfahrene Journalist und langjährige Sprecher des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) soll Lagarde bei der Feinabstimmung ihrer Kommunikation helfen.

Spürbar neue Akzente setzte Lagarde bei der Führung ihrer Institution. Während ihr Vorgänger Draghi meist nur wenige Tage im Monat am EZB-Sitz in Frankfurt am Main anwesend war und wegen der Finanzkrise dem Vorbereiten eines Konsenses im EZB-Rat oder gar dem Gespräch mit den EZB-Mitarbeitern nur wenig Zeit schenken konnte, zeigte sich Lagarde von Beginn an als moderne Managerin, die den direkten Draht zu ihren Mitarbeitern sucht und die Leitungsgremien ihrer Institution kollegial führen möchte. Sie wolle die Mitglieder des EZB-Rats einbeziehen und ihre Ansichten und Erwägungen einfordern, bevor irgendeine Entscheidung getroffen würde¹², so Lagarde bei ihrer ersten Pressekonferenz. Gleich zu Beginn ihres Mandats organisierte sie ein internes Seminar in Kronberg bei Frankfurt, in dem sich die Ratsmitglieder über die strategische Ausrichtung der Geldpolitik und ihre Arbeitsmethoden austauschen konnten. Lagarde hörte dabei viel zu und bekam anschließend Lob gerade seitens der kritischeren Ratsmitglieder für ihren inklusiven Ansatz.¹³ Ihr hilft sicherlich, dass im EZB-Rat fast die Hälfte der Mitglieder relativ neu im Amt sind und sich daher ohne größere Altlasten auf den von der neuen Präsidentin betriebenen Neubeginn einlassen können.¹⁴ Zeichen des von Lagarde geförderten Teamgeistes ist, dass sie in ihren Pressekonferenzen meist nicht abstrakt von den Beschlüssen des EZB-Rats, sondern von „meinem EZB-Rat“¹⁵ beziehungsweise „unserem EZB-Rat“¹⁶ und ihrer Aufgabe als „Präsidentin des EZB-Rats“¹⁷ spricht. Lagarde bemüht sich offenkundig darum, die in den vergangenen Jahren fortschreitende Präsidialisierung der EZB durch eine neue Bescheidenheit in der Führung zu ersetzen und zugleich die

8 Vgl. die Fußnote „Statement in CNBC interview after press conference“ zum Transkript der EZB-Pressekonferenz vom 12.3.2020.

9 Philip Lane: The Monetary Policy Package: An Analytical Framework, The ECB Blog, 13.3.2020, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200313~9e783ea567.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

10 Auf der EZB-Pressekonferenz vom 4.6.2020 fragte ein Journalist: „[Y]ou are often seen today reading notes in response to questions of journalists. Is it your own style that you wanted to print in the ECB communication?“ Lagarde: „There are certain segments of my communication where I want to be very, very specific. Or if I am quoting specific references from a particular decision that has been made, or from a Governing Council statement, I don't want to betray them. I will occasionally take the liberty to read things, yes. That's my choice.“

11 So zum Beispiel der italienische Wirtschaftsjournalist Ferdinando Giugliano, der nach der EZB-Pressekonferenz vom 10.9.2020 auf Twitter feststellte: „Lagarde continues to read large chunks of her answers at the ECB press conference. It may be the safest strategy, but it is not a great look.“

12 EZB: Pressekonferenz, 12.12.2019.

13 Lobend zur Gesprächskultur unter Lagarde zum Beispiel Österreichs Notenbankchef Robert Holzmann: „Die EZB sollte keine Subventionen verteilen“, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16.12.2019, S. 17.

14 Martin Arnold: ECB change of guard puts spotlight on strategy, in: Financial Times, 14.1.2020, S. 4.

15 EZB: Pressekonferenz, 12.12.2019.

16 EZB: Pressekonferenz, 23.1.2020.

unter Draghi entstandene, teilweise mit persönlichen Animositäten verbundene Spaltung des EZB-Rats in „Tauben“ (die eine weitere Lockerung der Geldpolitik befürworten) und „Falken“ (die sich für eine restriktivere Geldpolitik einsetzen) zu überwinden. Sie selbst machte von Beginn an deutlich, dass sie weder „Taube“ noch „Falke“ sein wolle, sondern den Ehrgeiz habe, jene Eule zu sein, die oftmals mit einem Stückchen Weisheit in Verbindung gebracht wird.¹⁸ In den ersten Monaten ihrer Amtszeit war Lagarde mit ihrem kollegialen Führungsstil recht erfolgreich. Sie brachte den EZB-Rat bei allen Entscheidungen im ersten Halbjahr 2020 – auch bei den durch die Covid-19-Pandemie erforderlich gewordenen neuen unkonventionellen Maßnahmen von historischem Ausmaß – einvernehmlich hinter sich. Lagarde zeigte bald, dass sie selbst nicht nur einfaches Teammitglied, sondern auch von ihren Führungsbefugnissen als Präsidentin Gebrauch zu machen bereit ist. Als Robert Holzmann, der Gouverneur der österreichischen Zentralbank (wie Weidmann ein „Falke“ im EZB-Rat), im März inmitten der EZB-internen Diskussion über eine stärkere Krisenreaktion in einem Interview den Eindruck erweckte, die EZB habe bereits genug getan, mahnte Lagarde ihn über eine EZB-Pressemitteilung ab¹⁹ – ein in der EZB-Geschichte bislang einmaliger Vorfall. Die neue EZB-Chefin ist zwar engagierte Teamplayerin, verlangt aber von allen Teammitgliedern uneingeschränkte Loyalität zu den im Team getroffenen Entscheidungen. Dies ist gerade in der zweiten Phase der Covid-19-Pandemie seit Herbst 2020 wichtig, in der infolge der unterschiedlichen Entwicklung der Eurostaaten erneut Differenzen im EZB-Rat auftreten.²⁰

Führungsstärke zeigte Lagarde auch bei ihrem Ziel, innerhalb der EZB-Belegschaft zu einem ausgewogeneren Verhältnis zwischen Männern und Frauen zu gelangen. Hierzu gab sie der Institution im Mai 2020 ehrgeizige Quoten vor.²¹ Bis 2026 soll bei Neueinstellungen und Beförderungen in der EZB der Frauenanteil mindestens 50 Prozent betragen. Bei den obersten EZB-Managern soll der Frauenanteil von derzeit 30,8 auf 40 Prozent und unter den führenden Fachleuten von 33,3 auf 42 Prozent steigen. Die EZB solle die Gesellschaft widerspiegeln, der sie diene, so Lagarde.²² Nicht ändern kann sie freilich, dass die Eurostaaten in den 25-köpfigen EZB-Rat neben der Präsidentin bisher nur eine weitere Frau – die deutsche Wirtschaftswissenschaftlerin Isabel Schnabel, die zum 1. Januar 2020 ihre Tätigkeit als Mitglied des EZB-Direktoriums und damit auch des EZB-Rats aufnahm – entsandt haben. Das sei „nicht normal“, kritisierte Lagarde.²³ Dennoch nutzten die Eurostaaten auch den nächsten Wechsel im EZB-Direktorium – am 15. Dezember 2020 erreicht der aus Luxemburg stammende Yves Mersch das Ende seiner achtjährigen Amtsperiode – nicht zur Ernennung einer weiteren Frau. Anfang Oktober

17 EZB: Pressekonferenz, 23.1.2020. Juristisch leitet Lagarde als Präsidentin der EZB deren Rat, Direktorium und Erweiterten Rat; vgl. Martin Selmayr: Der Präsident der Europäischen Zentralbank zwischen Politik und Recht, in: Werner Meng/Georg Röss/Torsten Stein (Hrsg.): Europäische Integration und Globalisierung. Festschrift zum 60-jährigen Bestehen des Europa-Instituts, Baden-Baden 2011, S. 514 ff.

18 EZB: Pressekonferenz, 12.12.2019.

19 EZB: Pressemitteilung, 18.3.2020. Siehe dazu auch: Martin Arnold: ECB tension on crisis spills into the open, in: Financial Times, 19.3.2020, S. 2.

20 Martin Arnold: Fraying consensus at ECB presents Lagarde with a diplomatic challenge, in: Financial Times, 6.10.2020, S. 3.

21 EZB: ECB announces new measures to increase share of female staff members, Pressemitteilung, 14.5.2020.

22 Jean-Pierre de La Rocque: Interview with Christine Lagarde, President of the ECB, 18.9.2019, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2020/html/ecb.in200918~36e1a70c5d.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

23 De La Rocque: Interview with Christine Lagarde, 18.9.2019.

2020 einigte sich die Eurogruppe vielmehr (trotz Kritik aus dem Europäischen Parlament) auf den niederländischen Zentralbanker Frank Elderson, der allerdings als herausragender Jurist und engagierter Klimapolitiker gut in das Team von Lagarde passt.

Bemerkenswert für den neuen Stil Lagardes ist ihr Bestreben, in der Währungsunion eine wirksamere Komplementarität zwischen Geld- und Fiskalpolitik zu erreichen. Bereits ihr Vorgänger Draghi hatte wiederholt eine starke fiskalische Kapazität auf EU-Ebene eingefordert, damit aber wenig Gehör gefunden. Die neue EZB-Präsidentin (die früher eine erfolgreiche Synchronschwimmerin war) unterstrich deshalb gleich zu Beginn ihrer Amtszeit, dass es mehrerer Akteure bedürfe, um das „ökonomische Ballett“ so zu tanzen, dass es neben Preisstabilität auch Beschäftigung und Wachstum hervorbringe. Gleich zu Beginn der Covid-19-Pandemie erklärte Lagarde, dass bei diesem außerordentlichen Schock für die Wirtschaft die Fiskalpolitik die erste Verteidigungslinie sein müsse, welche die Geldpolitik zwar verstärken, aber nicht ersetzen könne.²⁴ Bei der beharrlichen Suche nach fiskalpolitischer Unterstützung in den Hauptstädten der Eurostaaten²⁵ konnte Lagarde auf ihr in vielen Jahren aufgebautes politisches Netzwerk zählen: natürlich auf Frankreichs Präsidenten Emmanuel Macron, vor allem aber auf ihre Freundschaft zur deutschen Bundeskanzlerin Angela Merkel, zum früheren Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble und zu Ursula von der Leyen, die seit Dezember 2019 an der Spitze der Europäischen Kommission steht. Durch nachdrückliches Werben und viel persönliche Überzeugungsarbeit leistete die neue Präsidentin einen entscheidenden Beitrag dazu, dass die EZB (anders als in der Finanzkrise) in der Covid-19-Pandemie von der Politik nicht allein gelassen wurde, sondern relativ rasch auch sehr weitreichende fiskalpolitische Antworten gegeben wurden.²⁶ So lag es auch am Drängen Lagardes, dass sich EU-Institutionen und EU-Mitgliedstaaten im April 2020 darauf verständigten, auf europäischer Ebene mit Mitteln des EU-Budgets, der Europäischen Investitionsbank und des ESM ein Sicherheitsnetz für Arbeitnehmer, Unternehmen und Staaten im Umfang von 540 Mrd. Euro zu spannen, um eine erneute Finanzkrise zu verhindern. Mit beharrlicher Diplomatie gelang es Lagarde ferner, Deutschland und Frankreich im Mai 2020 zu überzeugen, dass wegen der unterschiedlichen Betroffenheit durch SARS-CoV-2 und der variierenden wirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der EU-Mitgliedstaaten ein gemeinsamer Europäischer Aufbaufonds zur Bewältigung der Krisenfolgen erforderlich ist.²⁷ Auf Vorschlag der Kommission²⁸ billigten die 27 EU-Mitgliedstaaten im Juli 2020 das Aufbauinstrument „Next Generation EU“ im Umfang von 750 Mrd. Euro, was 5 Prozent des EU-BIP entspricht.²⁹ Nicht zufällig entsprach die fiskalische Krisenantwort auf europäischer Ebene damit exakt dem Volumen der von der EZB im März 2020 beschlossenen geldpolitischen Antwort. Jedenfalls für die Zeit der Pandemie hat Lagarde erreicht, dass eine begrenzte, die Geldpolitik der EZB flankierende Fiskalunion³⁰ begründet worden ist.

24 So mehrfach bei der EZB-Pressekonferenz vom 12.3.2020. Treffend hierzu: Ben Hall/Martin Arnold/Sam Fleming: Can the ECB avert a eurozone crisis?, in: Financial Times, 24.3.2020, S. 17.

25 Andreas Schnauder: Charmeoﬀensive, in: Der Standard, 9.11.2019, S. 23.

26 Christine Lagarde: „Les nouvelles restrictions pèsent sur la reprise“, Interview, in: Le Monde, 20.10.2020.

27 Sam Fleming/Victor Mallet/Guy Chazan: Germany and France unite to call for €500bn EU recovery fund, in: Financial Times, 19.5.2020, S. 1.

28 Sam Fleming/Jim Brunsden: Brussels asks for €750bn lending power to bankroll virus recovery, in: Financial Times, 28.5.2020, S. 1.

29 Jim Brunsden/Mehreen Khan: Brussels gains unprecedented power to borrow on the markets, in: Financial Times, 22.7.2020, S. 3.

Geldpolitik: Mit günstiger Zusatz-Liquidität und viel PEPP gegen SARS-CoV-2

Konnte sich Lagarde in den ersten Wochen ihrer Amtszeit noch auf Kommunikations- und Führungsfragen konzentrieren, zwang sie die Covid-19-Pandemie ab März 2020, die EZB erneut in den Krisenmodus zu überführen.³¹ Das von den Regierungen angesichts der rasanten Ausbreitung des tödlichen Virus früher oder später für notwendig erachtete Herunterfahren weiter Teile des öffentlichen Lebens löste eine schwere Rezession aus, die in Europa durch gesundheitspolitisch motivierte, meist unkoordinierte Grenzschließungen noch verschärft wurde. Wirtschaftlich wirkte die Gesundheitskrise als massiver Angebots- und Nachfrageschock, der den Welthandel einbrechen ließ und eine starke Unsicherheit für alle Marktteilnehmer zur Folge hatte. Allein im April 2020 fiel die Industrieproduktion im Euroraum um 18 Prozent, und es wurden 50 Prozent weniger Autos zugelassen. Im ersten Halbjahr 2020 verlor der Euroraum den in den vergangenen 15 Jahren erwirtschafteten Wachstumsfortschritt, und ab August sank die Inflationsrate ins Negative. In dieser Situation benötigten Unternehmen dringend Zuschüsse und Kredite, um die Zeit der national verhängten Beschränkungen des öffentlichen Lebens, in denen Geschäftstätigkeit kaum möglich war, zu überbrücken. Nachdem der EU-Ministerrat auf Vorschlag der Kommission bereits in den ersten Krisentagen die Defizitgrenze des Stabilitäts- und Wachstumspakts suspendiert und die Kommission die europäischen Beihilferegeln sofort weitgehend gelockert hatte, nahmen die Eurostaaten viel Geld in die Hand, um die Wirtschaft zu stützen und Arbeitsplätze zu sichern; 2020 betrug solches staatliche Hilfen mehr als drei Bio. Euro, rund 20 Prozent des BIP des Euroraums. Mehr als 25 Mio. Arbeitnehmer (rund 15 Prozent der Beschäftigten im Euroraum) wurden im zweiten Quartal 2020 über staatliche Kurzarbeitssysteme weiterbeschäftigt und -bezahlt, was den Anstieg der Arbeitslosigkeit spürbar begrenzte.

Um in dieser angespannten Lage trotz der intensiven Nutzung der Finanzmärkte zur Refinanzierung von Unternehmen und Staaten weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen sicherzustellen, war ein außergewöhnlicher Einsatz der Geldpolitik erforderlich. Während die US-amerikanische Federal Reserve (Fed) Anfang März 2020 die Leitzinsen in zwei Schritten von 1,5 bis 1,75 Prozent auf 0 bis 0,25 Prozent senkte und zusagte, US-Bundesanleihen sowie Unternehmensanleihen in unbegrenztem Ausmaß zu kaufen³², hatte die EZB nicht mehr viel Spielraum für Zinssenkungen, da der EZB-Leitzins bereits seit März 2016 bei 0 Prozent und der Zinssatz der Einlagefazilität seit September 2019 bei -0,5 Prozent lag. Dennoch erklärte Lagarde am 2. März 2020 die Bereitschaft der EZB, auf die sich schnell entwickelnde Krise angemessen und gezielt zu reagieren. Zwischen März und Juli 2020 beschloss der EZB-Rat daraufhin drei Arten von ebenso außerordentlichen wie unkonventionellen Maßnahmen, um dem beispiellosen Ausmaß der Covid-19-Pandemie entschlossen zu begegnen.

30 Michael Laczynski, „Eine Fiskalunion für die Zeit der Krise“, in: Die Presse, 28.5.2020, S. 3. Für eine dauerhafte, aus dem Aufbaufonds zu entwickelnde Fiskalkapazität für Krisen Alessandro Giovannini/Sebastian Hauptmeier/Nadine Leiner-Killinger/Vilém Valenta: Die Auswirkungen des Aufbauplans der EU für die öffentlichen Finanzen, EZB, in: Wirtschaftsbericht 6/2020, S. 94.

31 Christine Lagarde: Europe's response to the crisis, The ECB Blog, 23.7.2020, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200723~c06fafabb6.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2020); John Hutchinson/Simon Mee: Die geldpolitische Reaktion der EZB auf die Covid-19-Krise – Auswirkungen der Maßnahmen, EZB, in: Wirtschaftsbericht 5/2020, S. 45.

32 Brendan Greeley/Colby Smith/Chris Giles: Mounting coronavirus worries push Fed in emergency action, in: Financial Times, 4.3.2020, S. 1; Brendan Greeley et al.: Fed: Bank acts to ease liquidity strains, in: Financial Times, 17.3.2020, S. 3.

Als erste Krisenmaßnahme stellte die EZB den Kreditinstituten im Euroraum sofort unbegrenzt Liquidität zu historisch günstigen Bedingungen zur Verfügung, um Engpässe wie in der Finanzkrise zu verhindern. Dazu beschloss der EZB-Rat am 12. März 2020 – einen Tag, nachdem die Weltgesundheitsorganisation (World Health Organization, WHO) den SARS-CoV-2-Ausbruch als schwere globale Gesundheitskrise eingestuft hatte –, für die Zeit zwischen 16. März und 24. Juni 2020 zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRG) aufzulegen, die es Kreditinstituten erlaubten, sich wöchentlich unbegrenzt Geld zum Zinssatz von -0,5 Prozent zu leihen.³³ Ferner traf die EZB am 12. März 2020 Maßnahmen, um die Kreditvergabe der Banken vor allem an kleinere und mittlere Unternehmen anzukurbeln. Die EZB verbesserte so deutlich die Bedingungen für die im September 2019 gestartete dritte Serie von vierteljährlichen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG III beziehungsweise im Englischen „Targeted Longer-Term Refinancing Operations“, TLTRO III³⁴).³⁵ Bei dem am 24. Juni 2020 begonnenen vierten GLRG III konnten Banken, die zwischen Juni 2020 und Juni 2021 nachweislich verstärkt Kredite vergeben, nun bis zu 50 Prozent des Kreditbetrags bei der EZB zu einem Zinssatz von bis zu -1 Prozent refinanzieren.³⁶ Insgesamt erhöhte die EZB durch ihre neuen Maßnahmen die über die GLRG III zur Verfügung gestellte Liquidität um mehr als eine Bio. Euro auf fast drei Bio. Euro.³⁷ Allein beim GLRG III am 24. Juni 2020 riefen Kreditinstitute Zentralbankgeld im Umfang von 1.308 Mrd. Euro ab; dies war der höchste Betrag, den die EZB jemals im Rahmen eines einzelnen Refinanzierungsgeschäfts zugeteilt hatte.³⁸ Die EZB verstärkte die Liquiditätszuführung noch dadurch, dass sie ab April 2020 und zunächst bis September 2021 die Anforderungen an die von Kreditinstituten für die Refinanzierung bereitzustellenden Sicherheiten deutlich absenkte³⁹ und so den Pool an zentralbankfähigen Sicherheiten um mehr als 300 Mrd. Euro vergrößerte.⁴⁰ Schließlich glättete die EZB die Bedingungen am Geldmarkt durch eine Reihe nicht gezielter längerfristiger Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte („Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations“, PELTROs).⁴¹ Dabei handelt es sich um sieben zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte mit gestaffeltem Laufzeitende zwischen Juli und September 2021,

33 EZB: ECB announces measures to support bank liquidity conditions and money market activity, Pressemitteilung, 12.3.2020.

34 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; im Zuge der Covid-19-Krise erneut geändert durch Beschluss EZB/2020/25 vom 30.4.2020, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Nr. L 141, 5.5.2020, S. 28.

35 EZB: ECB announces easing of conditions for targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III), Pressemitteilung, 12.3.2020.

36 EZB: ECB recalibrates targeted lending operations to further support real economy, Pressemitteilung, 30.4.2020.

37 Philip Lane: The Monetary Policy Package: An Analytical Framework, The ECB Blog, 13.3.2020, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200313~9e783ea567.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

38 EZB: Wirtschaftsbericht 5/2020, S. 48.

39 EZB: ECB announces package of temporary collateral easing measures, Pressemitteilung, 7.4.2020; EZB: ECB takes steps to mitigate impact of possible rating downgrades on collateral availability, Pressemitteilung, 22.4.2020.

40 Luis de Guindos/Isabel Schnabel: Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures, The ECB Blog, 22.4.2020, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200422~244d933f86.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

41 EZB: Geldpolitische Beschlüsse, Pressemitteilung, 30.4.2020.

über welche die EZB Banken unbegrenzt zusätzliche Liquidität zu einem Zinssatz von -0,25 Prozent zur Verfügung stellt.

Als zweite Krisenmaßnahme erlaubte die EZB in ihrer Eigenschaft als oberste Bankenaufsicht im Euroraum den Banken, ihre für Krisenzeiten aufgebauten Kapital- und Liquiditätspolster vollständig zu nutzen. Dies beschloss der EZB-Rat am 12. März 2020 auf Grundlage einer Vorlage des EZB-Aufsichtsgremiums unter seinem neuen Vorsitzenden Andrea Enria.⁴² Die Banken im Euroraum wurden außerdem angehalten, auf die Zahlung von Dividenden und Vorstandsboni während der Krise zu verzichten, um Kapital zu bewahren.⁴³ Mit diesen aufsichtlichen Maßnahmen setzte die EZB Bankkapital im Umfang von rund 120 Mrd. Euro für die Kreditvergabe frei.⁴⁴

Als dritte Krisenmaßnahme weitete die EZB ihre Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen drastisch aus. Am 12. März 2020 beschloss der EZB-Rat zunächst, das im September 2019 wieder aktivierte Programm zum Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen („Asset Purchase Programme“, APP) bis Jahresende um weitere 120 Mrd. Euro aufzustocken, um die Finanzierungsbedingungen im Euroraum auf eine breitere Basis zu stützen und durch das höhere Tempo der Ankäufe in der Krise stärker am Markt präsent zu sein.⁴⁵ Unternehmensanleihen sowie Geldmarktpapiere von Nichtfinanzunternehmen („commercial papers“⁴⁶) spielen dabei eine besondere Rolle, da die EZB mit den erweiterten Käufen vor allem die Finanzierung der Realwirtschaft unterstützen will. Als die Aufstockung des APP – auch wegen eines Kommunikationsfehlers der EZB-Präsidentin⁴⁷ – die Marktteilnehmer nicht überzeugte, beschloss der EZB-Rat auf einer Sonder Sitzung spät am Abend des 18. März 2020, dass der akuten Wirtschaftskrise mit einem zusätzlichen, drastischeren und flexibleren Instrument begegnet werden muss: dem zeitlich befristeten Pandemie-Notfallankaufprogramm („Pandemic Emergency Purchase Programme“, PEPP) im Umfang von zunächst 750 Mrd. Euro⁴⁸, das die wirksame Transmission der Geldpolitik im Euroraum im Interesse der Preisstabilität sicherstellen und den allgemeinen geldpolitischen Kurs lockern soll.⁴⁹ Gemäß dem PEPP kauft die EZB alle Arten von Anleihen auf, die sie auch gemäß dem APP erwerben kann, also insbesondere Staats- und Unternehmensanleihen. Was die beim PEPP zentralen, rund 90 Prozent ausmachenden Ankäufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt angeht, will sich die EZB zwar (wie beim APP) bei deren Verteilung am EZB-Kapitalschlüssel orientieren. Sie führt die Käufe aber flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg durch, da das neue Programm gerade verhindern soll, dass die pandemiebedingten Erschütterun-

42 EZB: ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus, Pressemitteilung vom 12.3.2020.

43 Martin Arnold/Lauren Fedor: ECB orders banks to halt payout plans, in: Financial Times, 28.3.2020, S. 1.

44 Christine Lagarde: Europe's response to the crisis, The ECB Blog, 23.7.2020, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200723~c06fafabb6.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

45 Die Rückflüsse aus fällig werdenden APP-Anleihen investiert die EZB bis auf weiteres in neue Anleihen. Das APP-Anleiheportfolio der EZB wuchs daher bis Ende August 2020 auf 2,815 Bio. Euro an.

46 Luis de Guindos/Isabel Schnabel: The ECB's commercial paper purchases: A targeted response to the economic disturbances caused by COVID-19, The ECB Blog, 3.4.2020, abrufbar unter <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200403~54ecc5988b.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

47 Vgl. Fußnote 5.

48 EZB: ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), Pressemitteilung, 18.3.2020.

49 Vgl. Beschluss EZB/2020/17 der EZB vom 24.3.2020 zu einem zeitlich befristeten Pandemie-Notfallankaufprogramm, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Nr. L 91, 25.3.2020, S. 1.

gen der aggregierten Zinsstrukturkurve von Staatspapieren zu weiteren Erschütterungen bei der risikofreien Zinsstrukturkurve im Euroraum führen. Die beim APP bestehenden Selbstbeschränkungen, vor allem die Begrenzung auf den Ankauf von maximal 33 Prozent der Staatsanleihen eines Eurostaates, übernahm die EZB bewusst nicht in das PEPP.⁵⁰ Die EZB machte in ihrem PEPP-Beschluss vielmehr deutlich, dass sie es „nicht dulden“ wird, „dass in einem Land des Euro-Währungsgebiets Risiken für die reibungslose Durchführung der Geldpolitik bestehen.“⁵¹ PEPP-Käufe sollen solange stattfinden, bis die Covid-19-Pandemie nach Einschätzung des EZB-Rats überstanden ist, und – so der EZB-Rat am 18. März 2020 – mindestens bis Ende 2020. Lagarde begründete das PEPP auf Twitter am 19. März 2020 damit, dass außergewöhnliche Zeiten außergewöhnliches Handeln erfordern würden. Es gäbe keine Grenzen für ihren Einsatz für den Euro.⁵² Mit dem PEPP drückte Lagarde der EZB endgültig ihren Stempel auf.⁵³ Von Mitte März bis Ende Mai 2020 tätigte die EZB PEPP-Anleihekäufe, bei denen sie (im Vergleich zu den vom Kapitalschlüssel gebotenen Käufen) mehr Staatsanleihen Italiens (+8,1 Mrd. Euro), Spaniens (+1,7 Mrd. Euro) und Deutschlands (+1,1 Mrd. Euro), aber weniger Staatsanleihen Frankreichs (-11,7 Mrd. Euro) kaufte.⁵⁴ Am 4. Juni 2020 beschloss der EZB-Rat, wegen der andauernden Krise das PEPP um 600 Mrd. Euro auf 1.350 Mrd. Euro zu erweitern und seine Laufzeit bis Ende Juni 2021 zu verlängern.⁵⁵ Die Erträge der über das PEPP gekauften Anleihen (Ende September 2020: rund 560 Mrd. Euro) will die EZB wie beim APP bei Fälligkeit jeweils in neue Anleihekäufe reinvestieren, und zwar jedenfalls bis Ende 2022.

Insgesamt sind die weitreichenden Maßnahmen der EZB bisher als erfolgreich zu bewerten. Der EZB gelang es, mit dem neuen, derzeit 1,3 Bio. Euro umfassenden Anleiheankaufprogramm PEPP in Kombination mit den um 120 Mrd. Euro erhöhten Anleihekäufen im Rahmen des APP die zu Beginn der Covid-19-Pandemie entstandene Marktvolatilität deutlich einzudämmen, was auch daran lag, dass die fiskalpolitische Antwort auf die Krise – vor allem der Europäische Aufbaufonds im Volumen von 750 Mrd. Euro – die außergewöhnlichen Maßnahmen der EZB ergänzte und verstärkte. Zudem zeitigten die von der EZB angebotenen historisch günstigen Refinanzierungsbedingungen rasch die beabsichtigten Wirkungen in der Realwirtschaft. Die Jahreswachstumsrate der an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergebenen Buchkredite stieg von 3,0 Prozent im Februar auf 7,3 Prozent im Mai an und blieb im Juni und Juli 2020 auf hohem Niveau (7,1 Prozent beziehungsweise sieben Prozent). Eine Kreditklemme konnte die EZB somit bislang erfolgreich vermeiden. Ihre außergewöhnlichen Maßnahmen erhöhten zwischen März und Juni 2020 die Inflationsrate im Euroraum um 0,8 Prozentpunkte und das Wachstum sogar um 1,3 Prozentpunkte.⁵⁶

Vor Ende 2020 sind allerdings weitere Maßnahmen der EZB zu erwarten, da die Covid-19-Pandemie trotz einer verbesserten, aber nach wie vor holprigen und asymme-

50 Erwägungsgrund 6 Beschluss EZB/2020/17 der EZB vom 24. März 2020 (siehe Fußnote 49).

51 Erwägungsgrund 6 Beschluss EZB/2020/17 der EZB vom 24. März 2020 (siehe Fußnote 49).

52 Vgl. auch Christine Lagarde: The ECB will do everything necessary, in: *Financial Times*, 20.3.2020, S. 9.

53 Roula Khalaf/Martin Arnold: Lagarde puts her stamp on ECB after baptism of fire, in: *Financial Times*, 9.7.2020, S. 3.

54 Angaben des EZB-Beobachters Frederik Ducrozet, der die Details zu den Ankäufen regelmäßig per Twitter öffentlich macht. Die EZB veröffentlicht alle zwei Wochen Zahlen zum PEPP, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

55 EZB: Pressemitteilung, 4.6.2020; Martin Arnold: ECB delivers €600bn stimulus boost as it slashes growth forecast, in: *Financial Times*, 5.6.2020, S. 1.

56 Christine Lagarde: „Les nouvelles restrictions pèsent sur la reprise“, Interview, in: *Le Monde*, 20.10.2020, S. 16.

trischen Konjunkturlage andauert und keine dauerhafte Besserung zu erwarten ist, solange kein wirksamer Impfstoff in breiten Teilen der Bevölkerung zum Einsatz gekommen ist. Eine Erweiterung des PEPP gehört zu den naheliegendsten Handlungsoptionen für die EZB, zumal sich die Unsicherheit der Marktteilnehmer zum Jahreswechsel wegen des ungewissen Ausgangs der US-Präsidentschaftswahl und der Verhandlungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich über ihre künftigen Handelsbeziehungen noch vergrößern dürfte.

Karlsruher Paukenschlag und Lagardes ruhige Konfliktlösung

Mitten in der Covid-19-Pandemie stellte ein ebenso historisches wie problematisches Urteil des deutschen Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) die Krisenmaßnahmen der EZB in Frage.⁵⁷ Denn am 5. Mai 2020 verweigerten die Karlsruher Richter erstmals in dramatischen Worten dem Europäischen Gerichtshof (EuGH) in Luxemburg die Gefolgschaft bei seiner Bewertung der grundsätzlichen Rechtmäßigkeit der EZB-Anleihekäufe.⁵⁸ Auf eine Vorlage des BVerfG hatte der EuGH am 11. Dezember 2018 im Fall Weiss (Rechtssache C-493/17⁵⁹) den Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt, wie ihn die EZB seit März 2015 im Rahmen des APP durchführt, für vereinbar mit dem EU-Recht erklärt. Das BVerfG, das weitgehend den Verfassungsklagen einer teilweise aus Anhängern der Alternative für Deutschland (AfD) bestehenden Klägergruppe folgte, beanstandete nun, dass die EZB „weder geprüft noch dargelegt“ habe, dass die Staatsanleihekäufe „dem Grundsatz der Verhältnismäßigkeit entsprechen“, weshalb diese eine qualifizierte, weil offensichtliche und strukturell bedeutsame Überschreitung der der EZB in Art. 119, Art. 127 ff. AEUV und Art. 17 ff. ESZB-Satzung zugewiesenen Kompetenzen darstellten würden.⁶⁰ Dabei spielte eine wichtige Rolle, dass das BVerfG die EZB als eine Stelle ansah, „die nur über eine schwache demokratische Legitimation“ verfügt.⁶¹ Das Urteil des EuGH im Fall Weiss stehe dem nicht entgegen, „da das Urteil in diesem Punkt schlechterdings nicht mehr nachvollziehbar und insoweit ultra vires ergangen ist.“⁶² Das BVerfG erklärte im Ergebnis erstmals ein Urteil des EU-Höchstgerichts für kompetenzwidrig und damit in Deutschland unbeachtlich, obwohl dieses Urteil ausführlich begründet war und der vorherrschenden Auffassung in der Europarechtswissenschaft entsprach. Dieser von nur wenigen Experten erwartete Verfahrensausgang⁶³ führte zu einiger Unruhe an den Märkten.⁶⁴ Zwar hatte das BVerfG seine Entscheidung mit einer Pressemitteilung begleitet, in der es hieß: „Aktuelle finanzielle Hilfsmaßnahmen der Europäischen Union oder der EZB im Zusammenhang mit der gegenwärtigen Covid-19-Pandemie sind nicht Gegenstand der

57 BVerfG: Urteil des Zweiten Senats vom 5.5.2020, 2 BvR 859/15, 2 BvR 980/16, 2 BvR 2006/15, 2 BvR 1651/15.

58 Martin Wolf: German court decides to take back control, 13.5.2020, S. 17; Klaus-Dieter Frankenberger: Kollision. Das Urteil aus Karlsruhe zur EZB-Geldpolitik birgt Gefahren, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 14.5.2020, S. 8; Karl de Meyer: Dans les tranchées de la guerre des juges, Les Echos Weekend, 6.6.2020, S. 26 ff.

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

60 BVerfG: Urteil des Zweiten Senats vom 5.5.2020, Rn. 116.

61 BVerfG: Urteil des Zweiten Senats vom 5.5.2020, Rn. 108.

62 BVerfG: Urteil des Zweiten Senats vom 5.5.2020, Rn. 116, 119 ff.

63 Vgl. aber die Hinweise bei Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2019, Baden-Baden 2019, S. 127 (S. 135 ff.).

64 Martin Arnold/Tommy Stubbington: German court threatens to thwart ECB in buying bonds to ease crisis, in: Financial Times, 6.5.2020, S. 1.

Entscheidung.⁶⁵ Die offene Kampfansage des Verfassungsgerichts der größten europäischen Volkswirtschaft an das EU-Höchstgericht und die gemeinsame Zentralbank der Eurostaaten musste jedoch erhebliche Zweifel aufwerfen, ob die EZB der andauernden Covid-19-Pandemie weiterhin mit außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen wirksam begegnen könne. Dies lag vor allem daran, dass das BVerfG in seinem Urteil eine Art Ultimatum aufstellte: Wenn der EZB-Rat nicht in einem neuen Beschluss nachvollziehbar darlege, dass die mit den Staatsanleihekäufen angestrebten währungspolitischen Ziele „nicht außer Verhältnis zu den damit verbundenen wirtschafts- und fiskalpolitischen Auswirkungen stehen“, dann sei es der Bundesbank „untersagt“, nach einer „Übergangsfrist von höchstens drei Monaten an Umsetzung und Vollzug“ der das APP begründenden Beschlüsse „mitzuwirken“.⁶⁶ Dies bedeutete nichts anderes als eine verfassungsgerichtliche Weisung an die Bundesbank, ab 5. August 2020 die von ihr bislang im Rahmen des APP getätigten Käufe von Staatsanleihen einzustellen.⁶⁷

In dieser Konfliktsituation erwies es sich als Vorteil, dass die neue EZB-Präsidentin Lagarde zum einen als Juristin die nun anstehenden Rechtsfragen gut beurteilen und die politischen Folgefragen durch ihr weit gespanntes Netzwerk an politischen, juristischen und wirtschaftlichen Kontakten ebenso entschlossen wie lösungsorientiert bewältigen konnte. Während mehrere Geldpolitik- und Rechtsexperten lautstark ihr Unverständnis über die Karlsruher Richter zum Ausdruck brachten⁶⁸, der EuGH in einer ungewöhnlichen Presseaussendung den Vorrang des EU-Rechts betonte⁶⁹ und die Europäische Kommission sogar öffentlich ein Vertragsverletzungsverfahren gegen Deutschland erwog⁷⁰, begnügte sich die EZB offiziell mit einem kurzen, kühlen Statement als Reaktion⁷¹ und setzte die Durchführung ihrer geldpolitischen Maßnahmen, einschließlich des APP, unbeirrt⁷² fort.⁷³ Formal konnte die EZB dies damit begründen, dass sie als Unionsorgan ausschließlich an die Entscheidungen des EuGH und nicht an Urteile nationaler Gerichte gebunden ist. Sie konnte im Übrigen darauf verweisen, dass die Bundesbank im Bereich der Geldpolitik nicht nur deutsche Behörde, sondern in erster Linie integraler Bestandteil des von der EZB geleiteten Eurosystems ist und dort nur den Weisungen der EZB, nicht aber nationaler Stellen unterliegt.⁷⁴ Im Notfall, so wusste die EZB, könnte sie ihre Anleihekäufe auch

65 BVerfG: Pressemitteilung Nr. 32/2020 vom 5. Mai 2020: Beschlüsse der EZB zum Staatsanleihekaufprogramm kompetenzwidrig.

66 BVerfG: Urteil des Zweiten Senats vom 5.5.2020, Rn. 235.

67 Christian Siedenbiedel: Drei-Monats-Ultimatum für die EZB, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 6.5.2020, S. 15.

68 Financial Times: A misguided court judgement in Germany, 6.5.2020, S. 16; Martin Sandbu: German court throws grenade under Brussels' legal order, in: Financial Times, 6.5.2020, S. 3; Holger Schmieding: Der Irrtum der Richter, Frankfurter Allgemeine Zeitung, 14.5.2020, S. 16.

69 EuGH: Pressemitteilung Nr. 58/20 im Nachgang zum Urteil des deutschen Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020.

70 Europäische Kommission: Erklärung von Präsidentin von der Leyen vom 10.5.2020: „Das letzte Wort zu EU-Recht wird immer in Luxemburg gesprochen. Nirgendwo sonst.“; Thomas Gutschker/Reinhard Müller: EU-Kommission richtet Vorwürfe gegen Karlsruhe, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 13.5.2020, S. 1.

71 EZB: ECB takes note of German Federal Constitutional Court ruling and remains fully committed to its mandate, Pressemitteilung, 5.5.2020.

72 Christine Lagarde: „Wir bleiben unerschütterlich“, Interview, in: Handelsblatt, 19.5.2020, S. 4.

73 Auf der EZB-Pressekonferenz vom 4. Juni 2020 sagte Lagarde auf Frage eines Journalisten: „We have indeed taken note of the judgement, which is directed at the German government and at the German parliament, and we are confident that a good solution will be found.“

74 Vgl. Art. 14.3 ESZB-Satzung; Art. 130 AEUV.

ohne Mitwirkung der Bundesbank durchführen, deren Anteil am Kaufprogramm von der EZB selbst oder einer anderen Notenbank des Euroraums übernommen werden könnte.⁷⁵ Im Übrigen nutzte die EZB den Umstand, dass sich das Urteil des BVerfG in seinem (allein rechtsverbindlichen) Tenor nicht an die EZB richtete, sondern an die deutschen Verfassungsorgane, allen voran an die Bundesregierung und den Bundestag, die „aufgrund ihrer Integrationsverantwortung verpflichtet“ seien, „auf eine Verhältnismäßigkeitsprüfung durch die EZB hinzuwirken“.⁷⁶ Diese Formulierung ermöglichte es der EZB, den Konflikt auf eine innerdeutsche Auseinandersetzung zu reduzieren, die zuvorderst von den deutschen Verfassungsorganen zu lösen war und die EU-vertraglich geschützte Unabhängigkeit der EZB in keiner Weise beeinträchtigen durfte.⁷⁷ Im Juni 2020 stellte die EZB zwar Dokumente zusammen, aus denen sich die eingehenden Erwägungen des EZB-Rats zur Geeignetheit, Erforderlichkeit und Angemessenheit ihrer Anleihekäufe ergaben.⁷⁸ Die Übermittlung an die Bundesregierung und den Bundestag überließ die EZB allerdings der Bundesbank, die mit ihrer langjährigen öffentlichen Kritik am APP⁷⁹ den euroskeptischen Verfassungsklägern wesentliche Argumente geliefert hatte und so für das problematische Urteil jedenfalls eine Mitverantwortung trug. Am 2. Juli 2020 nahm der Bundestag einen gemeinsamen Antrag⁸⁰ der Fraktionen der Christlich Demokratischen Union Deutschlands sowie der Christlich-Sozialen Union in Bayern (CDU/CSU), der Sozialdemokratischen Partei Deutschlands (SPD), der Freien Demokratischen Partei (FDP) sowie von Bündnis 90/Die Grünen (gegen die Stimmen der AfD und bei Enthaltung der Linksfraktion (Die LINKE)) an.⁸¹ Der Bundestag bestätigte, dass die EZB bei ihren Entscheidungen für Staatsanleihekäufe eine detaillierte Prüfung der Verhältnismäßigkeit vorgenommen habe. Der Bundestag halte die Darlegungen zur Verhältnismäßigkeit für nachvollziehbar und die Vorgaben des Urteils somit für erfüllt. Damit endete der vom BVerfG ausgelöste Konflikt mit einem von einer breiten Mehrheit getragenen, die EZB-Politik stützenden Votum des deutschen Parlaments. Man kann annehmen, dass hierbei das langjährige gute persönliche Verhältnis Lagardes zu Wolfgang Schäuble, dem heutigen Präsidenten des Deutschen Bundestags, eine nicht unerhebliche Rolle gespielt hat.

In der Folge nahm die Bundesbank über den 5. August 2020 hinaus an den Anleihekaufprogrammen der EZB teil.⁸² Es ist allerdings nicht zu erwarten, dass nun die rechtliche Infragestellung der Tätigkeit der EZB in Deutschland beendet ist. Vielmehr liefert das Urteil vom 5. Mai 2020 seitenweise Material für künftige Verfassungsklagen. So listen die Karlsruher Richter in einem „obiter dictum“ sieben Bedingungen dafür auf, die aus ihrer

75 Christian Siedenbiedel: Verzichtet die EZB auf die Bundesbank?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 28.5.2020, S. 17; zur Möglichkeit eines „Selbsteintritts“ der EZB an Stelle einer sich EU-rechtswidrig verhaltenden Bundesbank bereits Martin Selmayr, in: Armin Hatje/Peter-Christian Müller-Graff (Hrsg.): Enzyklopädie Europarecht, Band 4: Europäisches Wirtschaftsordnungsrecht, § 23, Rn. 252.

76 BVerfG: Urteil des Zweiten Senats vom 5.5.2020, Leitsatz 9 sowie Rn. 116.

77 Ebenso Deutscher Bundestag: Wissenschaftlicher Dienst, Ausarbeitung WD 3 - 3000 - 121/20: Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts über die Beschlüsse der Europäischen Zentralbank zum Staatsanleihekaufprogramm, 29. Mai 2020, S. 7.

78 Christian Siedenbiedel: EZB gibt Weg für Kompromiss mit Verfassungsgericht frei. Dokumente gegen zunächst an die Bundesbank, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 26.6.2020, S. 20.

79 Vgl. Jens Weidmann: Darum haben wir gegen das Billionen-Paket der EZB gestimmt, in: Bild, 21.1.2015, S. 2.

80 Deutscher Bundestag: Drucksache 19/20621 vom 1. Juli 2020.

81 Deutscher Bundestag: EZB hat Karlsruher Vorgaben zu Anleihekäufen erfüllt, abrufbar unter: <https://www.bundestag.de/dokumente/textarchiv/2020/kw27-de-anleihekaeuft-703660> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

82 Martin Arnold/Guy Chazan: Bundesbank to carry on buying bonds, in: Financial Times, 7.7.2020, S. 2.

Sicht erfüllt sein müssen, wenn die EZB nicht nur unter Einhaltung ihrer Kompetenzen, sondern auch ohne Verletzung des Verbots der monetären Finanzierung gemäß Art. 123 AEUV EZB-Staatsanleihen am Sekundärmarkt kaufen will.⁸³ Nach Auffassung des BVerfG gehört dazu auch die Einhaltung der von der EZB selbst für das APP aufgestellten Ankauf-Obergrenze von 33 Prozent der von einem Eurostaat ausgegebenen Anleihen. Klagen, die das während der Covid-19-Pandemie beschlossene Notfallankaufprogramm PEPP betreffen, für welches die EZB bewusst keine Obergrenzen beschlossen hat⁸⁴, sind damit vorprogrammiert.⁸⁵

Der Euro erstartet nach europäischer Krisenantwort

Als EZB-Präsidentin Lagarde ihr Amt antrat, hatte sich der Euro-Wechselkurs parallel zu der sich eintrübenden Wirtschaftslage im Euroraum abgeschwächt. Im Dezember 2019 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den 38 wichtigsten Handelspartnern des Euroraums 1,7 Prozent niedriger als im Vorjahr. Anfang 2020 sank der Außenwert des Euro weiter, da die Volatilität an den Devisenmärkten infolge der Covid-19-Pandemie zunächst eine Fluchtbewegung in den US-Dollar als „Hafenwährung“ auslöste. Ab Ende Februar 2020 erholte sich dann der Euro-Wechselkurs kräftig, was auf die entschlossene europäische Krisenreaktion im Vergleich vor allem zur politisch zunehmend chaotischen Situation in den USA unter dem intensiv wahlkämpfenden Präsidenten Donald Trump zurückzuführen war. Vor allem das zunächst 750 Mrd. Euro schwere, später auf 1.350 Mrd. Euro erweiterte Anleihekaufprogramm PEPP der EZB und die Einigung der 27 EU-Mitgliedstaaten auf den Europäischen Aufbaufonds im Volumen von 750 Mrd. Euro veranlasste viele Investoren, ihre Portfolios zum Teil aus den USA in den Euroraum umzuschichten.⁸⁶ Bis Ende August 2020 erstartete der nominale effektive Wechselkurs des Euro um 5,3 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Gegenüber dem US-Dollar stieg der Euro um 6,3 Prozent auf 1,183 US-Dollar, gegenüber dem japanischen Yen um 6,1 Prozent auf 125,404 Yen und gegenüber dem chinesischen Renminbi um 4,3 Prozent auf 8,195 Yuan (alle Werte vom August 2020).

Die internationale Rolle des Euro als zweitwichtigste Währung der Welt blieb stabil.⁸⁷ Beim Anteil des Euro an den weltweiten Währungsreserven verzeichnete die EZB ein leichtes Plus von 0,2 Prozentpunkten auf 20,5 Prozent, was vor allem am Erwerb von Euro-Wertpapieren in größerem Umfang seitens der Schweizer Nationalbank und der russischen Zentralbank lag; der Anteil des US-Dollar an den globalen Währungsreserven sank um einen Prozentpunkt auf 60,9 Prozent und damit auf den niedrigsten Wert seit 20 Jahren. Das Potenzial des Euro scheint allerdings noch bei weitem nicht ausgeschöpft und könnte – auch angesichts einer sich international abschwächenden Bedeutung des US-

83 BVerfG: Urteil des Zweiten Senats vom 5.5.2020, Rn. 216.

84 Zur Rechtmäßigkeit des PEPP siehe Sebastian Grund: Legal, compliant and suitable: The ECB's Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), 25.3.2020, abrufbar unter: https://hertieschool-f4e6.kxcdn.com/fileadmin/20200325_PEPP_GrundII.pdf (letzter Zugriff: 27.10.2020).

85 Christian Siedenbiedel: EZB-Kläger lassen nicht locker, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 4.8.2020, S. 15. Am 28.8.2020 klagte die AfD beim Bundesverfassungsgericht gegen Bundestag und Bundesregierung, da sie betreffend des von den Klägern für kompetenzwidrig erachteten PEPP untätig geblieben seien.

86 Eva Szalay: Investors cheer outlook for euro after EU fund deal, in: Financial Times, 24.7.2020, S. 9; Christian Siedenbiedel: Der auffällige Aufstieg des Euro, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 29.7.2020, S. 23.

87 EZB: The international role of the euro, Juni 2020, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire202006~81495c263a.en.html#toc2> (letzter Zugriff: 27.10.2020).

Dollar als Folge der disruptiven Geopolitik von Präsident Trump⁸⁸ – mit einem besser integrierten europäischen Kapitalmarkt wachsen.⁸⁹ Der neue, durch von der Kommission begebene Anleihen finanzierte Europäische Aufbaufonds im Volumen von 750 Mrd. Euro wird die internationale Rolle des Euro sichtbar machen. Eine Zukunftschance für den Euro liegt auch im mit 205 Mrd. US-Dollar noch kleinen, aber vielversprechenden Markt der klimafreundlichen und ökologisch nachhaltigen Anleihen („Green Bonds“). Heute werden bereits 45,4 Prozent der grünen Emissionen weltweit in Euro begeben; etwa die Hälfte der Emittenten hat ihren Sitz im Euroraum.⁹⁰ Schließlich dient die Arbeit der EZB an einem digitalen Euro der Absicherung seines internationalen Status.⁹¹

Die EZB fördert die wachsende internationale Bedeutung des Euro bewusst im Rahmen ihres Mandats. So richtete der EZB-Rat am 25. Juni 2020 eine vorsorgliche Repo-Fazilität („Eurosystem repo facility for central banks“, EUREP) ein, um auch außerhalb des Euroraums Liquidität in Euro zur Verfügung zu stellen.⁹² Bislang haben die Zentralbanken von Dänemark, Bulgarien, Kroatien und Ungarn sowie von Serbien, Nordmazedonien und San Marino entsprechende Repo-Linien mit der EZB vereinbart. Am 10. Juli 2020 lösten Eurostaaten und EZB zudem ein Versprechen ein, das der frühere Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker 2018 gegenüber Bulgarien und Kroatien abgegeben hatte. Da beide EU-Mitgliedstaaten inzwischen die Voraussetzungen für eine weitere Annäherung an den Euroraum erfüllen, wurden der bulgarische Lew und die kroatische Kuna in den Wechselkursmechanismus II (WKM II) aufgenommen, der beide Währungen nun mit einer Standardschwankungsbandbreite von +/-15 Prozent an den Euro bindet; Bulgarien verpflichtete sich dabei einseitig, den bereits seit 1999 fest an den Euro gebundenen Lew auch weiterhin stets beim Kurs von 1,95583 Euro zu halten.⁹³ Sowohl mit Bulgarien als auch mit Kroatien begründete die EZB ferner eine sogenannte „enge Zusammenarbeit“, sodass beide EU-Mitgliedstaaten zum 1. Oktober 2020 Mitglieder der die Währungsunion heute ergänzenden Bankenunion werden konnten.⁹⁴ Fünf bulgarische und acht kroatische bedeutende Banken sind nun der direkten EZB-Aufsicht unterstellt.⁹⁵ Im Konvergenzbericht 2020⁹⁶ bescheinigten Kommission und EZB beiden schon heute wirtschaftlich eng mit dem Euroraum verbundenen Staaten Fortschritte auf dem Weg zur Euro-Teilnahme, auch wenn die politische und rechtsstaatlich volatile Situation in Bulgarien aktuell einige Fragen aufwirft.⁹⁷

88 Rana Foroohar: The world may be entering a post-dollar era, in: Financial Times, 1.6.2020, S. 17.

89 Fabio Panetta: Covid-19 crisis highlights euro's untapped potential, in: Financial Times, 16.6.2020, S. 9.

90 Siehe Chart 1 in EZB: The international role of the euro, Juni 2020.

91 EZB: Report on a digital euro, Oktober 2020, abrufbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/Report_on_a_digital_euro~4d7268b458.en.pdf (letzter Zugriff: 27.10.2020).

92 EZB: New Eurosystem repo facility to provide euro liquidity to non-euro area central banks, Pressemitteilung, 25.6.2020.

93 EZB: Communiqué on Bulgaria/Communiqué on Croatia, Pressemitteilungen, 10.7.2020.

94 Beschluss EZB/2020/30 der EZB vom 24.6.2020 zur Eingehung einer engen Zusammenarbeit zwischen der Europäischen Zentralbank und der Българска народна банка (Bulgarische Nationalbank), in: Amtsblatt der Europäischen Union, Nr. L 224 I, 13.7.2020, S. 1; Beschluss EZB/2020/31 der EZB vom 24.6.2020 zur Eingehung einer engen Zusammenarbeit zwischen der Europäischen Zentralbank und der Hrvatska narodna banka, in: Amtsblatt der Europäischen Union, Nr. L 224 I, 13.7.2020, S. 4.

95 EZB Bankenaufsicht: ECB lists Bulgarian and Croatian banks it will directly supervise as of October 2020, Pressemitteilung, 11.9.2020.

96 EZB: EZB berichtet über Fortschritte von EU-Ländern bei der Einführung des Euro, Pressemitteilung, 10.6.2020.

97 Vgl. hierzu auch den Beitrag „Bulgarien“ in diesem Jahrbuch.

Der erstarkende Euro stellt die Geldpolitik der EZB zunehmend vor ein Dilemma.⁹⁸ Zwar verfolgt die EZB grundsätzlich kein Wechselkursziel, sondern konzentriert sich gemäß ihrem Mandat auf die Gewährleistung von Preisstabilität im Euroraum. Wertet der Euro allerdings zu sehr auf, kann dies die Ausfuhren aus den Eurostaaten verteuern und dort Wachstum und Inflation abschwächen. Bei seiner Sitzung am 10. September 2020 befasste sich der EZB-Rat daher eingehend mit den Auswirkungen des steigenden Wechselkurses. Im Anschluss verlas EZB-Präsidentin Lagarde erstmals seit 2018 wieder ein Eingangsstatement, in dem der Wechselkurs des Euro als dämpfender Faktor auf die Preisentwicklung Erwähnung fand. Zum jetzigen Zeitpunkt will Lagarde den Euro-Wechselkurs nur „sorgfältig beobachten“⁹⁹, auch wenn der starke Euro die Stimmung im EZB-Rat zugunsten weiterer Lockerungsmaßnahmen zu bekräftigen scheint.

Auf dem Weg zu einer neuen, grüneren EZB-Strategie

Bereits bei ihrer Anhörung im Europäischen Parlament vor Amtsantritt hatte Lagarde angekündigt, dass sie die geldpolitische Strategie, welche die EZB 1998 beschlossen und zuletzt 2003 aktualisiert hatte, einer grundlegenden Prüfung („strategy review“) unterziehen wolle.¹⁰⁰ Hauptgrund ist, dass die EZB das von ihr selbst definierte Ziel von Preisstabilität – eine mittelfristige Preissteigerungsrate von „unter, aber nahe 2 Prozent“ – seit Jahren deutlich unterschreitet. Seit der Finanzkrise liegt die Inflationsrate im Euroraum durchschnittlich nur bei 1,2 Prozent und erreichte oft sogar negative Werte. Ebenso wie andere Zentralbanken muss die EZB feststellen, dass Globalisierung, demographischer Wandel und Digitalisierung inflationäre Tendenzen zunehmend begrenzen. Im Januar 2020 startete deshalb die EZB offiziell das Überprüfungsverfahren.¹⁰¹ Sie möchte über die von der Geldpolitik anzustrebenden Ziele in einem transparenten Prozess mit Experten, Marktteilnehmern und Parlamentariern, aber auch direkt mit Bürgern diskutieren, da erfahrungsgemäß deren Inflationswahrnehmung (die sogenannte „gefühlte“ Inflation) teilweise deutlich von den statistisch ermittelten Preissteigerungsraten abweicht.¹⁰² EZB-Präsidentin Lagarde orientiert sich bei der Durchführung der „strategy review“ am Vorbild der Fed, die zwischen Anfang 2019 und Mitte 2020 die Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie mit öffentlichen Anhörungen und Konferenzen unter dem Titel „Fed listens“¹⁰³ begleitet hatte. Die Fed beschloss als Ergebnis dieses Prozesses Ende August 2020 eine neue Strategie, derzufolge die US-Notenbank zwar weiterhin an ihrem 2-Prozent-Inflationsziel festhält, dieses aber künftig als Durchschnittswert über einen längeren Zeitraum anstrebt (sogenanntes „average inflation targeting“), also vorübergehend auch eine höhere Inflation zuzulassen will, wobei dem Ziel der maximalen Beschäftigung größeres Gewicht eingeräumt werden soll.¹⁰⁴ Bei der EZB ist das Ergebnis ihrer Überprüfung noch offen und

98 Martin Arnold: Rising euro stirs ECB worries on falling exports and prices, in: Financial Times, 4.9.2020, S. 2.

99 Financial Times: The ECB's lukewarm euro intervention. Lagarde flags currency rise, but seems to lack appetite for fight, 11.9.2020, S. 16.

100 Tim Kanning/Christian Siedenbiedel: Das Ringen um die Strategie der EZB beginnt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 15.11.2020, S. 17.

101 EZB: ECB launches review of its monetary policy strategy, Pressemitteilung, 23.1.2020.

102 Martin Arnold: ECB fights to ease consumer perception of high inflation, in: Financial Times, 20.1.2020, S. 3.

103 Brendan Greely: The Fed's brush with reality, in: Financial Times, 15.1.2020, S. 7.

104 James Politi/Colby Smith/Martin Arnold: Fed adjusts monetary policy with move to tolerate higher inflation, in: Financial Times, 28.8.2020, S. 1.

soll wegen der Covid-19-Pandemie – die öffentliche Debatten derzeit nur in engen Grenzen zulässt – nun voraussichtlich erst Mitte 2021 zu einem neuen Grundsatzbeschluss der EZB führen.

Lagarde weist regelmäßig darauf hin, dass sich die künftige geldpolitische Strategie der EZB selbstverständlich im Rahmen des in den EU-Verträgen gesetzten Mandats halten muss.¹⁰⁵ Als Juristin weiß sie aber natürlich, dass Art. 127 Absatz 1 AEUV die EZB keineswegs – wie oft in Deutschland behauptet – strikt und allein auf die Wahrung von Preisstabilität verpflichtet, sondern die Inflationsvermeidung in Satz 1 nur als vorrangiges Ziel vorgibt und dabei die quantitative Definition weitgehend ins Ermessen der EZB stellt, was Spielräume eröffnet. Droht keine Gefahr für die Preisstabilität, ist die EZB außerdem gemäß Satz 2 derselben Vorschrift rechtlich verpflichtet, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der EU zu unterstützen und so zur Verwirklichung der übergeordneten Ziele der EU beizutragen, welche die Mitgliedstaaten in Art. 3 EUV festgelegt haben. Neben Wirtschaftswachstum, Wettbewerbsfähigkeit und sozialer Gerechtigkeit gehört dazu auch „die nachhaltige Entwicklung Europas“, wobei die EU auf „ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität“ hinwirken will. Hier finden sich tragfähige Rechtsgrundlagen, damit auch die Geldpolitik der EZB einen unterstützenden Beitrag zu den allgemeinen Bemühungen leisten kann, Europa bis spätestens 2050 zu einem klimaneutralen Kontinent zu machen, wie dies der Europäische Rat im Dezember 2019 beschlossen hat. Lagarde selbst verweist darauf, dass die EZB als Institution, die Vermögenswerte anlegt, Risiken bepreist und Unternehmensanleihen ankauft, erhebliche Möglichkeiten hat, um den Klimazielen der EU auch in der Geldpolitik Wirkung zu verschaffen.¹⁰⁶ Dabei lässt Lagarde – die sich immer wieder nachdrücklich für eine führende Rolle Europas beim Klimaschutz einsetzt – keinen Zweifel daran, dass sie dafür kämpfen wird, dass die EZB trotz mancher Kritik¹⁰⁷ und zu erwartenden Meinungsverschiedenheiten im EZB-Rat¹⁰⁸ von diesen Möglichkeiten Gebrauch machen wird.¹⁰⁹

Weiterführende Literatur

EZB: Jahresbericht 2019, Frankfurt am Main 2020.

EZB: EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2019, Frankfurt am Main 2020.

EZB: Konvergenzbericht, Juni 2020, Frankfurt am Main 2020.

105 Gleich zu Beginn der „strategy review“ wies die EZB-Pressemitteilung vom 23. Januar 2020 darauf hin, dass diese „in full respect of the ECB’s price stability mandate as enshrined in the Treaty“ stattfinden müsse.

106 Vgl. dazu eingehend Lagarde auf der EZB-Pressekonferenz vom 23.2.2020; Antonia Mannweiler: Die grüne Zukunft der EZB, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16.11.2019, S. 30.

107 Jörg Krämer: Klimaretter EZB?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 16.12.2019, S. 16.

108 Markus Frühauf/Christian Siedenbiedel: Die Notenbank ringt um die grüne Geldpolitik, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 30.11.2019.

109 Roula Khalif/Martin Arnold: Lagarde puts green targets top of ECB agenda in bond buying, in: Financial Times, 9.7.2020, S. 1.