

Alexander Thiele

Die Europäische Zentralbank



Mohr Siebeck

Alexander Thiele
Die Europäische Zentralbank



Alexander Thiele

Die Europäische Zentralbank

Von technokratischer Behörde
zu politischem Akteur?

Mohr Siebeck

Alexander Thiele, geboren 1979, ist Privatdozent am Institut für Allgemeine Staatslehre und Politische Wissenschaften an der Georg-August-Universität Göttingen und vertritt im Sommersemester 2019 einen Lehrstuhl für Öffentliches Recht an der Leibniz Universität Hannover. Seine Forschungsschwerpunkte liegen im Staats-, Europa- und Finanzrecht.

Zuletzt bei Mohr Siebeck erschienen: *Verlustdemokratie* (2. Auflage 2018), *Der gefräßige Leviathan* (2019) sowie – als Herausgeber – *Legitimität in unsicheren Zeiten* (2019).

ISBN 978-3-16-158177-9 / eISBN 978-3-16-158178-6
DOI 10.1628/978-3-16-158178-6

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2019 Mohr Siebeck Tübingen. www.mohrsiebeck.com

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für die Verbreitung, Vervielfältigung, Übersetzung und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Stempel Garamond und Frutiger gesetzt, von Gulde Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Printed in Germany.

Vorwort

Spätestens seit der Finanz- und Eurokrise kommt der Europäischen Zentralbank (EZB) eine prominente Rolle auch in den allgemeinen Medien zu. Geldpolitische Dispute – bisher allenfalls für wenige Fachleute interessant – werden in den Zeitungen gespiegelt und kommentiert, einzelne normative Regelungen der Europäischen Währungsunion haben es gar auf die Titelseiten überregionaler Zeitungen geschafft. Begriffe wie Preisstabilität und monetäre Staatsfinanzierung, Anleihekäufe und Zinssenkungen sowie Unabhängigkeit und Rotationsverfahren tauchen in dieser öffentlichen Debatte beinahe ebenso häufig auf, wie die Namen der Präsidenten und Präsidentinnen der weltweit wichtigsten Zentralbanken, zu denen die EZB selbstverständlich auch weiterhin zu zählen ist.

Im Einzelnen herrscht indes eine durchaus nachvollziehbare Unsicherheit darüber, wie eine Zentralbank konkret funktioniert, welche Rolle ihr in einer Marktwirtschaft zukommt, wie sie Einfluss auf die Preisentwicklung zu nehmen versucht und wie in diesem Zusammenhang die Funktion und Stellung des EZB-Präsidenten zu beurteilen ist – auch in der Wissenschaft sind diese Fragen alles andere als abschließend geklärt. Über den normativen Handlungsrahmen der EZB kursieren vor allem seit der Eurokrise einige Mythen, die sich bei näherer Betrachtung nicht oder nur schwer halten lassen. Gerade in Deutschland ist die Eurokrise immer wieder auch von rechtlichen Auseinandersetzungen geprägt

gewesen, die außerhalb der Fachwelt nur schwer verständlich gewesen sein dürften.

Die vorliegende Einführung will anlässlich des Wechsels an der EZB-Spitze im November 2019 daher einen Beitrag dazu leisten, das Wirken der EZB, ihre Entscheidungsabläufe und geldpolitischen Instrumente, aber auch ihre rechtliche Einhegung einer etwas breiteren Öffentlichkeit näher zu bringen. Sie wendet sich damit an den allgemein interessierten Laien ebenso wie an Studierende der Politik-, Rechts-, und Wirtschaftswissenschaft, die sich einen ersten und noch nicht allzu komplexen Überblick verschaffen möchten. Sie eignet sich zugleich als Lektüre im Politik- und Wirtschaftsunterricht an weiterführenden Schulen. Der Fußnotenapparat ist aus diesem Grund eher knapp gehalten, am Ende finden sich Hinweise auf Literatur, die eine Vertiefung des im Detail komplexen Themas ermöglichen. Allenfalls in Ansätzen versteht sich das Werk zugleich als eine Kritik des heute bestehenden Geldsystems. Indem der vergleichsweise geringe Einfluss der EZB und die aus dem Geldschöpfungsprivileg resultierende machtvolle Stellung der (privaten) Geschäftsbanken skizziert werden, weisen die Ausführungen aber die Richtung, die eine solche Kritik nach hier vertretener Ansicht nehmen müsste.

Bedanken darf ich mich zunächst bei *Achim Truger*, der bereitwillig und mit großer Gründlichkeit das Manuskript gelesen und mit zahlreichen Anmerkungen versehen hat. Ich habe diese an vielen Stellen berücksichtigt, dadurch viel gelernt und vieles besser verstanden. Mein Dank gilt zudem den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des Instituts für Allgemeine Staatslehre und Politische Wissenschaften der Universität Göttingen. Auch sie haben das Manuskript nicht nur gelesen, sondern mit ihren Vorschlägen zur besseren Lesbarkeit beigetragen. *Julia Caroline Scherpe-Blessing* vom Mohr

Siebeck Verlag hat den Band vorzüglich betreut. Kritik ist willkommen und wird an die email-Adresse des Autors unter alexander.thiele@jura.uni-goettingen.de erbeten.

Göttingen/Hannover, im Juli 2019

Alexander Thiele

Inhalt

Vorwort	V
Abkürzungsverzeichnis	XI
I. Einführung: Die neue Rolle der Zentralbanken ..	1
1. Ein Tag im Juli	1
2. „Whatever it takes ...“	5
3. Von technokratischer Behörde zu politischem Akteur?	11
II. Institutionelle Organisation der EZB	21
1. Der EZB-Rat	22
2. Das Direktorium der EZB	33
3. Erweiterter Rat der EZB	38
4. Die unabhängige Stellung der EZB	40
5. Die nationalen Zentralbanken	50
6. Der Sitz der EZB	55
III. Aufgaben, Instrumente und geldpolitische Strategie	67
1. Die Aufgaben der EZB	67
2. Die geldpolitischen Instrumente	82
3. Die geldpolitische Strategie	96

4. Rechtliche Begrenzungen und gerichtliche Kontrolle	102
5. Kontrolle in der Eurokrise: BVerfG vs. EZB .	111
IV. Die Präsidenten der EZB	115
1. Aufgaben und Stellung des Präsidenten	117
2. Von Tauben und Falken	122
3. Die bisherigen Präsidenten – biographische Skizzen	126
V. Herausforderungen für die Währungsunion und die EZB	143
1. Zur Zukunft der Währungsunion	144
2. Eine Handlungsformenlehre für die EZB	148
VI. Weiterführende Literaturhinweise	153
Literaturverzeichnis	159
Sach- und Namenregister	163

Abkürzungsverzeichnis

aaO	am angegebenen Ort
Abs.	Absatz
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
Art.	Artikel
Aufl.	Auflage
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BoG	Board of Governors
BVerfGE	Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts
bzw.	beziehungsweise
CFS	Center for Financial Studies
d.h.	das heißt
ECB	European Central Bank
ELA	Emergency Liquidity Assistance
ENA	École Nationale d'Administration
ESFS	Europäisches System der Finanzaufsicht
ESRB	European Systemic Risk Board
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union/European Union
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EuR	Zeitschrift für Europarecht
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWS	Europäisches Währungssystem
EZB	Europäische Zentralbank
Fed	Federal Reserve System
ff.	folgende
FOMC	Federal Open Market Committee

ggf.	gegebenenfalls
grds.	grundsätzlich
Hrsg.	Herausgeber
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IWF	Internationaler Währungsfonds
JZ	Juristenzeitung
MIT	Massachusetts Institute of Technology
MMT	Modern Monetary Theory
mwN	mit weiteren Nachweisen
No.	Number
OMT	Outright-Monetary-Transactions
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
S.	Seite
SMP	Securities Market Programme
s.o.	siehe oben
sog.	sogenannt(e)
SSM	Single Supervisory Mechanism
verb. Rs.	verbundene Rechtssachen
vgl.	vergleiche
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

I. Einführung:

Die neue Rolle der Zentralbanken

„Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“

Mario Draghi

1. Ein Tag im Juli

Die Londoner Wetteraufzeichnungen notieren für den 26. Juli 2012 einen sonnigen Tag mit Spitzentemperaturen um die 27° (Celsius nicht Fahrenheit!) und einer Luftfeuchtigkeit von 39%. Geregnet hatte es schon seit Tagen nicht. Auch an diesem Donnerstag, an dem sich unter anderem der Präsident der EZB, *Mario Draghi*, in der britischen Hauptstadt aufhielt, zeigte sich ein strahlend blauer Himmel. Lediglich hin und wieder durchzogen kleinere Wölkchen das leuchtende Blau. Eine leichte Brise wehte, die bei diesen Temperaturen aber eher erfrischend denn störend gewirkt haben dürfte. Mit anderen Worten: Herrliches Urlaubswetter in einer Stadt, die ansonsten (allerdings zu Unrecht) eher für Nebel, Regen und gräuliche Tristesse weltweite Bekanntheit genießt.

Ein größerer Kontrast zu dem Sturm, den die Eurozone seit mehr als zwei Jahren durchlebte, war jedenfalls kaum

vorstellbar. Seitdem die griechische Regierung unter Führung von *Giorgos A. Papandreou* Ende 2009 die Daten der staatlichen Neuverschuldung für das folgende Jahr unerwartet in nachgerade schwindelerregende Höhen korrigiert (von 3,7 % auf 12,7 % des BIP) und damit praktisch die eigene Zahlungsunfähigkeit verkündet hatte, schlitterte die Eurozone, so schien es, von einem finanziellen Unwetter ins nächste. Zwar konnten sich deren Staats- und Regierungschefs bereits im März 2010 darauf einigen, Griechenland mit zunächst auf drei Jahre angelegten finanziellen Hilfen in Höhe von insgesamt 80 Milliarden Euro unter die Arme zu greifen (weitere 30 Milliarden wurden von Seiten des IWF beigesteuert). Eine endgültige Beruhigung der Lage sollte dadurch allerdings nicht eintreten. Einerseits war schnell klar, dass diese einmalige Finanzspritze angesichts der hohen Verschuldung und der defizitären griechischen Staats- und Verwaltungsstrukturen nicht ausreichen würde – am Ende sollte Griechenland insgesamt drei solcher Hilfspakete und erst Ende 2018 eine gewisse finanzielle Autonomie zurück erhalten. Andererseits zeigten sich nun auch in anderen Staaten der Eurozone – allen voran in Irland, Italien, Spanien und Portugal – erste Refinanzierungsprobleme. Die Finanzmarktakteure und Investoren verlangten angesichts der bestehenden Unsicherheiten immer höhere Zinsen von diesen Staaten, wenn sie überhaupt bereit waren, Geld zur Verfügung zu stellen. Es drohte damit eine „Ansteckung“ dieser Eurostaaten, deren finanzielle „Rettung“ im Falle einer Zahlungsunfähigkeit jedoch die Leistungsfähigkeit der nicht betroffenen Eurostaaten (allen voran Deutschland) bei Weitem überschritten hätte. Erste Spekulationen in diese Richtung schienen auf den Finanzmärkten bereits begonnen zu haben.

Die EZB hatte auf diese Krisensituation zwar frühzeitig reagiert und die relevanten Leitzinsen schrittweise gesenkt.¹ Die erhoffte wirtschaftliche Erholung der Krisenstaaten trat jedoch nicht ein, die zu zahlenden Zinsen auf ihre Anleihen hielten sich auf hohem Niveau, während sie in den anderen, von der Krise nicht betroffenen Staaten stetig sanken. Das billige Geld wurde also nicht verliehen und in den Krisenstaaten investiert, sondern entweder direkt bei der EZB „geparkt“ oder in sichere, nicht zuletzt deutsche Anleihen gesteckt. Das führte zu der absurden Situation, dass Deutschland auf seine Anleihen zeitweise negative Zinsen zahlen konnte. Der deutsche Finanzminister bekam das Geld der Anleger also nicht nur zum Nulltarif, vielmehr bezahlten die Anleger dafür, ihre Investitionen in sichere deutsche Staatsanleihen tätigen zu dürfen: Reine Schuldenaufnahme als Gewinngeschäft. Insgesamt sollte der deutsche Staat in den zehn Jahren von 2008–2018 nach einer Aufstellung der Bundesbank dadurch Zinszahlungen in Höhe von knapp 370 Milliarden Euro einsparen.²

Gerade aus Sicht der EZB war dieser Zustand wenig befriedigend. Die gewöhnlichen geldpolitischen Instrumente schienen zu versagen. Der Transmissionsmechanismus, mit dem geldpolitische Impulse der EZB an die Finanzmärkte weitergegeben werden,³ war erheblich gestört. Die getroffene

¹ Die Leitzinsen liegen mittlerweile bei 0%, eine vorsichtige Erhöhung dürfte nicht vor dem Jahr 2020 erfolgen.

² Ähnlich hoch waren die Ersparnisse in Frankreich (rund 350 Milliarden Euro). Für die Eurozone insgesamt ergibt sich eine Ersparnis von rund 1,4 Billionen Euro. Im Juni 2019 waren die Zinsen für bestimmte deutsche Anleihen erneut negativ, was auch als Zeichen dafür gewertet werden kann, dass die Krisensituation noch immer nicht vollständig überwunden ist.

³ Überblick bei *H.-J. Jarchow*, Grundriss der Geldpolitik, 2010, S. 161 f.

nen Zinsentscheidungen der EZB wirkten sich nicht mehr einheitlich in der gesamten Eurozone, sondern in den einzelnen Staaten und damit entlang nationaler Grenzen unterschiedlich aus.⁴ Die EZB war jedoch die Zentralbank der gesamten Eurozone. Eine regional unterschiedliche Geldpolitik – etwa in Form von nach Regionen gestaffelten Leitzinsen – war und ist bis heute grundsätzlich nicht vorgesehen. In dieser besonderen Krisensituation entschied sich die EZB daher zu einer eher ungewöhnlichen und zwangsläufig umstrittenen Form der Intervention. Mit dem sogenannten „Securities Market Programme“ (SMP) erwarb sie noch unter der Präsidentschaft *Jean-Claude Trichets* Staatsanleihen einzelner Krisenstaaten in einem Gesamtvolumen von rund 210 Milliarden Euro. Ziel sollte es sein, die auseinanderdriftenden Zinsauswirkungen wieder anzugleichen, den allgemeinen Transmissionsmechanismus wiederzubeleben, aber gewiss auch, das allgemeine Vertrauen der Finanzmarktakteure in die Währungsunion wieder herzustellen. Diese Ankäufe kamen einer regionalen Geldpolitik damit im Ergebnis schon sehr nahe. Erworben wurden neben griechischen (ca. 31 Milliarden Euro) noch Anleihen aus Italien (99 Milliarden Euro), Spanien (44 Milliarden Euro), Portugal (22 Milliarden Euro) und Irland (14 Milliarden Euro). Tatsächlich führte das Programm zu einer gewissen Beruhigung der Finanzmärkte, ablesbar an den sich anpassenden Zinsaufschlägen und der Verringerung der Zinsabstände (der sogenannten Zinsspreads) zwischen den Eurostaaten. Trotz der parallel dazu eingeleiteten kontinuierlichen Zinssenkungen blieb die Situation in der Eurozone jedoch weiterhin angespannt und drohte anlässlich der politischen Beratungen um das zweite Hilfspaket für Griechenland Mitte 2012 erneut zu eskalieren. Um

⁴ Die EZB sprach von einer „Fragmentierung ihrer Geldpolitik entlang nationaler Grenzen“.

die Europäische Währungsunion schien es an diesem 26. Juli 2012 also nicht allzu gut bestellt. Vereinzelt Politiker und Ökonomen sahen bereits ihr Ende gekommen und malten düstere Bilder von den folgenden Monaten, bis hin zu gewalttätigen Auseinandersetzungen in einzelnen Krisenstaaten – und darüber hinaus.

2. „Whatever it takes ...“

Dieser aufziehende erneute Sturm war es folglich, dem der neue EZB-Präsident *Mario Draghi* bei strahlendem Sonnenschein in London (unmittelbar vor den dort stattfindenden Olympischen Spielen) entgetreten wollte beziehungsweise entgetreten musste. Der Italiener, der unter anderem als Volkswirtschaftsprofessor sowie als Goldman Sachs-Mitarbeiter tätig gewesen war, hatte erst im Jahr zuvor das Amt des Präsidenten der EZB übernommen und damit zu einer Zeit, in der die Eurokrise bereits auf ihren (vorläufigen) Höhepunkt zusteuerte. „Normale“ geldpolitische Zeiten hatte er in seiner Funktion als Präsident und anders als *Jean-Claude Trichet* oder dessen Vorgänger *Wim Duisenberg* überhaupt noch nicht erlebt⁵ – *Draghi* war zweifellos der „Krisenpräsident“. Sogar auf eine feierliche Amtseinführung in Frankfurt hatte er aufgrund der Turbulenzen verzichten müssen.⁶

Gespannt wartete das Londoner Auditorium darauf, was *Draghi* ihm angesichts dieser dramatischen Entwicklungen mitteilen wollte. Dass dieser Auftritt in die Geschichte eingehen und zugleich einen gewissen Wendepunkt in der öf-

⁵ Überblick zu den bisherigen Präsidenten der EZB im vierten Kapitel.

⁶ *N. Irwin*, *Die Alchemisten*, 2013, S. 415.

fentlichen Wahrnehmung der EZB und ihrer Rolle auf der politischen Bühne darstellen würde, ahnte es hingegen nicht – auch wenn das ehrwürdige Lancaster House gewiss einen angemessenen örtlichen Rahmen für ein solch historisches Ereignis bot (immerhin hatte es bereits als Kulisse der Serie „Downtown Abbey“ hergehalten). London mag als Ort einer solchen „EZB-Rede“ zunächst überraschen – das Britische Königreich gehörte der Eurozone zu keinem Zeitpunkt an und entschied sich im Jahr 2016 zudem, als erster Mitgliedstaat die Europäische Union wieder verlassen zu wollen.⁷ Passend war jedoch der thematische Anlass der Rede: Der Auftritt erfolgte im Zusammenhang mit der Londoner „Global Investment Conference“, einer Tagung, die rund 200 global agierende Geschäftsleute, Politiker und Investoren und damit aus Perspektive des EZB-Präsidenten ein nachgerade perfektes Publikum für eine grundsätzliche geldpolitische Stellungnahme zusammenbrachte. Angesichts der Persönlichkeiten vor Ort war jedenfalls gesichert, dass *Draghi*s Aussagen – wie auch immer sie ausfallen würden – unmittelbar diejenigen adressierten, die zwar nicht (oder wenigstens nicht allein) für die Turbulenzen verantwortlich zeichneten, diese aber durch ihre Investment-Entscheidungen und Verbindungen zu den weiteren Finanzmarktakteuren zügig würden beeinflussen oder gar beenden können.

Draghi machte gleich zu Beginn seiner Ausführungen klar, worum es ihm ging: Um eine „aufrichtige Beurteilung“⁸ der Situation des Euro aus Frankfurter Perspektive. Zwar sind aufrichtige Beurteilungen gerade aus dem Munde eines Zentralbank-Präsidenten eher selten. Im Laufe der Jahrzehnte hat sich eine überaus kryptische und im De-

⁷ Siehe dazu und zu den historischen und rechtlichen Hintergründen nur *A. Thiele*, Der Austritt aus der EU, *EuR* 2016, 281 ff.

⁸ *Draghi* sprach von „candid assessment“.

tail nur wenigen Fachleuten zugängliche Fachsprache entwickelt, die kleinste sprachliche und grammatikalische Nuancen nutzt, um selbst größere geldpolitische Volten anzukündigen – „geldpolitischer Klartext“ wird dem durchschnittlichen und nicht ständig mit Geldpolitik befassten Zuhörer in der Regel kaum als solcher erkennbar. In diesem Fall jedoch sollte *Draghi* es ernst meinen. Zu Beginn seiner Ausführungen würdigte er allerdings zunächst noch eher unspektakulär und eingebettet in eine wenig glückliche Metapher⁹ die aktuelle Stärke des Euro. Das traf zwar im Hinblick auf die Entwicklung der Inflationsraten zu, wirkte angesichts der damaligen Vorgänge auf den Finanzmärkten aber eher wie ein allzu durchschaubares Ablenkungsmanöver:

„The first message I would like to send, is that the euro is much, much stronger, the euro area is much, much stronger than people acknowledge today. Not only if you look over the past 10 years but also if you look at it now, you see that as far as inflation, employment, productivity, the euro area has done either like or better than the US or Japan.“

Anschließend stellte er die Erfolge der (politischen) Reformbemühungen der vorherigen sechs Monate heraus und hielt fest:

„If you compare today the euro area member states with six months ago, you will see that the world is entirely different today, and for the better.“

Erneut schien diese Statusbeschreibung allenfalls bedingt glaubwürdig und war kaum geeignet, aus sich heraus zu einer Stabilisierung der prekären Lage beizutragen. Der Umstand

⁹ *Draghi* verglich die Eurozone mit einer „Hummel“, die nun auf dem Weg sei zu einer „wirklichen Biene“ zu werden. Biologisch gehören Hummeln allerdings zu den Bienen.

jedenfalls, dass der Präsident der EZB die Flinte noch nicht ins Korn geworfen hatte, überraschte niemanden, weder im Saal noch in der interessierten Weltöffentlichkeit. Doch nach diesen eher vorhersehbaren ersten Einordnungen schlug *Mario Draghi* unerwartet und ausdrücklich einen politischen Ton an:

„But the third point I want to make is in a sense more political.“

Schon das ließ aufhorchen. Eine Zentralbank, die sich explizit politisch äußert? In der Regel versuchen Zentralbanken die politische Dimension ihres Handels wenn nicht gänzlich zu leugnen so doch herunterzuspielen und sich als eher technokratische Behörde zu inszenieren, die außerhalb der politischen Arena im Hintergrund mehr oder weniger interesselos agiert. Mit dem, was auf diese Ankündigung folgte, sollte sich *Mario Draghi* denn auch seinen Platz nicht nur in der Zentralbankgeschichte sichern. Seine Worte waren zwar primär an die Finanzwelt gerichtet, ihre Wirkung ging jedoch weit darüber hinaus. Die letzten beiden Sätze der folgenden Passage seiner Rede zählen heute zu den bekanntesten Zitaten eines modernen Zentralbankers überhaupt:

„And so we view this, and I do not think we are unbiased observers, we think the euro is irreversible. And it's not an empty word now, because I preceded saying exactly what actions have been made, are being made to make it irreversible. But there is another message I want to tell you.

Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“

Diese Aussage passte natürlich kaum zu seinen vorherigen Worten: Warum sollte sich die EZB um den Erhalt der Währungsunion kümmern (wollen/müssen), wenn diese auch infolge der jüngsten Reformbemühungen angeblich so „stark“ und erfolgreich war? Wie der EZB-Präsident die Lage der Währungsunion in Wahrheit einschätzte, legte er für alle

hörbar damit erst an dieser Stelle seiner Rede offen. *Draghi* verband diese Einschätzung allerdings mit einer unmissverständlichen Botschaft an die Finanzmärkte und insbesondere an diejenigen Akteure, die bereits geplant haben könnten, auf ein Auseinanderbrechen des Euro zu spekulieren: Ein solches Vorgehen würde sich unter keinen Umständen lohnen, denn: Was auch immer nötig wäre, um solchen Spekulationen entgegenzutreten, die EZB würde es tun – sofern mit ihrem normativen Mandat vereinbar. Dass *Draghi* bereit war, die Grenzen dieses Mandats auszuschöpfen, daran ließ er allerdings keinen Zweifel.

Die EWS-Krise 1992

Die EWS-Krise 1992 nahm ihren Ausgangspunkt in einer Verringerung der Geldmenge und einer Erhöhung der Leitzinsen durch die Deutsche Bundesbank. In der Folge trennten sich viele Inhaber britischen Pfunds von ihren Währungsbeständen und legten diese stattdessen in der Deutschen Mark an, was höhere Zinserträge versprach. Dies führte zu einer (beinahe risikolosen) Wette zahlreicher Investment- und Hedgefondsmanager gegen das britische Pfund, da die britische Zentralbank verpflichtet war, den Wechselkurs des britischen Pfund gegenüber der Deutschen Mark in einem bestimmten Wechselkursfenster zu halten. Die Manager gingen davon aus, dass Großbritannien letztlich aus dem EWS ausscheren und eine Abwertung des britischen Pfunds vornehmen würde. Für besonderes Aufsehen sorgte hier der Fondsmanager *George Soros*, der gemeinsam mit seinem Partner *Stan Drucker* etwa zehn Milliarden britische Pfund an die Bank of England leerverkaufte (die zu einem solchen Ankauf verpflichtet war). Als es dann tatsächlich zu einem Ausscheren des britischen Pfunds aus dem EWS kam, machte der von Soros geführte Hedgefonds in wenigen Monaten einen Gewinn von einer Milliarde Dollar. Siehe dazu auch Sebastian Mallaby, *More Money Than God*, 2010, S. 147 ff. Umstritten ist, ob das Verhalten des Hedgefonds ursächlich war für das Ausscheiden aus dem EWS oder ob dieses früher oder später ohnehin erfolgt wäre.

Historisch hatte es ähnliches Kräftemessen zwischen Zentralbanken und Finanzmarktakteuren immer wieder gegeben. Und dieses war keineswegs stets zugunsten der Zentralbank ausgegangen. Bekanntermaßen war es nicht zuletzt einem Investment-Team um *George Soros* Anfang der 90er Jahre gelungen, die Bank of England in die Knie und Großbritannien zum Verlassen des Europäischen Wechselkursmechanismus zu zwingen (EWS-Krise 1992) – wobei die Konstruktion des EWS im Gegensatz zu derjenigen der Europäischen Währungsunion zu Spekulationen allerdings auch geradezu einlud. Die klaren Worte *Draghis* und die folgende Ankündigung eines weiteren umfassenden Anleiheankaufprogramms (Outright-Monetary-Transactions Programme, OMT) sollten ihre Wirkung denn auch nicht verfehlen. Beinahe umgehend kam es zu einer Beruhigung der Finanzmärkte, die Zinsunterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten der Währungsunion gingen schlagartig zurück. Das Besondere dabei: Zu den angekündigten Anleiheankäufen sollte es letztlich gar nicht kommen. Im Rahmen des OMT-Programms, das sogar Gegenstand eines historischen Verfahrens vor dem Bundesverfassungsgericht werden sollte,¹⁰ wurde also keine einzige Anleihe eines Krisenstaates von der EZB erworben. Der gewünschte Effekt trat allein aufgrund der unmissverständlichen Ankündigung (Drohung?) *Draghis* an diesem Sommertag ein.¹¹ Dieses unkon-

¹⁰ BVerfGE 142, 123 ff. Es handelte sich um die erste Vorlage an den EuGH überhaupt. Dazu auch die kritischen Anmerkungen von *W. Heun*, Eine verfassungswidrige Verfassungsgerichtsentscheidung, JZ 2014, 331 ff. sowie *A. Thiele*, Friendly or Unfriendly Act?, German Law Journal 15 (2014), 241 ff.

¹¹ Siehe auch *D. Seikel/A. Truger*, Die blockierte Vollendung der Europäischen Währungsunion: Plädoyer für eine pragmatische Nutzung von fiskalischen Handlungsspielräumen, Wirtschaft und Gesellschaft 2019, 43 (43).

Sach- und Namenregister

- Adverse Schocks 72 f.
Anleihekauf(programm) 10,
13, 51, 76 ff., 92 f., 106, 108,
110, 112 f., 123, 125, 135, 141
– *siehe auch* Outright Mone-
tary Transactions Pro-
gramme
– *siehe auch* Securities Market
Programme
Asmussen, Jörg 121
Aufgaben der EZB 67 ff.
– *siehe auch* Finanzaufsicht
– *siehe auch* Gewährleistung
der Preisstabilität
– *siehe auch* Unterstützung der
Wirtschaftspolitik
Aufsichtsgremium 25, 81 f.
Ausgabe von Banknoten 22
- Bankenaufsicht 52, 59, 80, 82
– *siehe auch* Single Supervisory
Mechanism
Berlin 55
Beschlussorgane 21, 23, 117
– *siehe auch* Direktorium
– *siehe auch* Erweiterter Rat
– *siehe auch* EZB-Rat
Badinger, Harald 34
Balladur, Édouard 132
- Bankrun 86
Beckett-Effekt 48
Beurteilungsspielraum 70, 74,
103
Board of Governors 13
Bofinger, Peter 104
Brennan, Jason 45
Brüssel 55
Büroturm 60, 62 ff.
– Nordturm 62
– Südturm 62
Bundesbank 3, 9, 15, 26, 28,
51 f., 81, 106, 111, 116, 128,
135 f., 143
– *siehe auch* Europäische
Zentralbank
Bundesverfassungsgericht
(BVerfG) 10, 28, 55, 74, 76,
108, 111 ff., 121, 140, 148 f.
- Chirac, Jacques 129
Cœuré, Benoit 34, 139
Credit-Crunch 12
- Delors, Jacques 15, 56
Deutschland 2 f., 15, 26, 31, 34,
55 ff., 72, 77, 81, 107, 111,
113 f., 129 ff., 133 f., 139 f., 146
Direktorium 33 ff.

- Abstimmungsverfahren 37
- Aufgaben 33 f.
- *siehe auch* Beschlussorgane
- Zusammensetzung 35 ff.
- Dobrindt, Alexander 14, 49
- Downtown Abbey 6
- Draghi, Mario 1, 5 ff., 16, 34, 49, 111, 115, 127, 135, 136 ff.
- Duisenberg, Willem (Wim) 5, 24, 115, 127 ff.

- Eingangsbauwerk 64 f.
- Einlagezins 93
- Emergency Liquidity Assistance (ELA) 52 f., 92, 94 f.
- Enria, Andrea 81
- Erweiterter Rat 38 f.
- *siehe auch* Beschlussorgane
- ESZB 17, 22, 33, 53 f., 75
- als Verbundstruktur 54 f.
- Europäische Union (EU) 6, 18, 21 f., 31 f., 38 f., 40, 54 f., 59, 79, 112, 126, 143 ff.
- Europäische Zentralbank (EZB)
- Aufgaben 67 ff.
- Geldpolitisches Ermessen 96 ff.
- Gerichtliche Kontrolle 109 ff.
- Handlungsformenlehre 148 ff.
- Institutionelle Organisation 21 ff.
- Instrumente (geldpolitische) 82 ff.
- Kritik an der EZB 46 ff.
- Präsidenten 115 ff.
- Rechtliche Begrenzungen 102 ff.
- *siehe auch* Bundesbank
- Sitz 55 ff.
- Strategie (geldpolitische) 96 ff.
- Unabhängige Stellung 40 ff.
- Verbot monetärer Staatsfinanzierung 103 ff.
- Zwei-Säulen-Ansatz 98 ff.
- Europäischer Gerichtshof (EuGH) 36 f., 74, 76, 102, 106 f., 109, 112 f., 140, 148 f.
- Europäisches Finanzaufsichtssystem (ESFS) 78 ff.
- Europäisches Währungsinstitut 128 f.
- European Systemic Risk Board (ESRB) 79
- Eurostaat(en) 2, 4, 13
- *siehe auch* Eurozone
- Eurotower 57
- Eurozone 1 f., 4, 6, 13, 19, 21, 25, 30 f., 37 ff., 50, 52 f., 59, 68, 71 ff., 82, 96, 99, 103 f., 110 f., 140, 143 ff., 156
- *siehe auch* Eurostaat(en)
- EWS-Krise 9 f.
- EZB-Rat 22 ff.
- Abstimmungsverfahren 29 ff.
- Aufgaben 22 ff.
- Rotationssystem 30 ff.
- *siehe auch* Beschlussorgane
- Zusammensetzung 25 ff.

- Falke 16, 122 ff., 128, 132, 135 f.
 – *siehe auch* Taube
 Federal Open Market Committee (FOMC) 13
 Federal Reserve System (Fed) 13 f., 74
 Finanzaufsicht 68, 78 ff.
 Finanzmärkte 2 ff., 7, 9 ff., 23 f., 69, 78 f., 81, 104, 131
 Fischer, Stanley 138
 Forward Guidance 12, 24, 131
 Fragmentierung 13, 75, 134
 Frankfurt 5 f., 22 f., 56 ff., 65
 Franzi, Antonio 139
 Friedman, Milton 48
 Funktionsweise einer Zentralbank 82 ff.

 Geldersatz 69
 Geldmengen 99 f.
 Geldpolitisches Ermessen der EZB 96 ff.
 Geldschöpfung 86 ff.
 Gerichtliche Kontrolle der EZB 109 ff.
 Gewährleistung der Preisstabilität 69 ff.
 Giersch, Herbert 56
 Giscard d'Estaing, Valéry 132
 Global Investment Conference 6
 Griechenland 2, 4, 72, 104, 135 f.
 – *siehe auch* Griechenlandkrise
 Griechenlandkrise 103
 Großbritannien 9 f., 34, 38
 Großmarkthalle 60 ff.
 – Konferenzbereich 61 f.

 Handlungsformenlehre für die EZB 148 ff.
 Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) 97
 Huber, Roman 87
 Hyperinflation 69

 Inflationsrate(n) 7, 69, 72, 74, 78, 83, 90, 97 f., 132, 141, 143
 – *siehe auch* Kerninflationsrate
 Internationaler Währungsfonds (IWF) 2, 40, 138
 Irland 2, 4, 135
 Irwin, Neil 118, 120, 128
 Italien 2, 4 f., 31, 81, 135 f., 138 f.

 James, Harold 68

 Karlsruhe 55
 Kerninflationsrate 97
 – *siehe auch* Inflationsrate(n)
 Kommission 23, 27 ff., 32
 Kreditvergabepaxis 89 ff.
 Krugman, Paul 104

 Lancaster House 6
 Leitzinsen 3 f., 9, 73, 119, 140
 London 1, 5 f., 139
 Ludwig XIV. 118

 Macron, Emmanuel 147
 Mallaby, Sebastian 9
 Mayer, Thomas 87

- Meltzer, Allan H. 13
 Mengentender 92
 Merkel, Angela 136, 143
 Mindestreserve 88 f., 94
 Modern Monetary Theory
 (MMT) 15, 104
 Monory, René 132
- Nationale Zentralbanken 50 ff.
 – *siehe auch* Bundesbank
 – *siehe auch* Emergency
 Liquidity Assistance (ELA)
 Nitsch, Volker 34
 Nouy, Danièle 81
- Offenmarktgeschäfte 92 ff.
 Ohler, Christoph 27
 Outright Monetary Trans-
 actions Programme (OMT)
 10, 112, 135, 139
- Papandreou, Giorgos A. 2
 Portugal 2, 4, 135
 Powell, Jerome 16, 115
 Präsidenten der EZB 115 ff.
 – Aufgaben 117 ff.
 – Biographische Skizzen
 126 ff.
 – Tauben und Falken 122 ff.
 Preisstabilität 11, 17, 43 ff., 52,
 57, 67 ff., 69 ff., 75 ff., 95, 98,
 103, 105, 107, 123 f., 143, 148,
 151
 – Begriff der 70 ff.
 – Preisniveaustabilität 71
 Primärmarkt 105 f.
 Prodi, Romano 138
- Quantitative Easing 12
 Rogoff, Kenneth 104
 Rotationssystem 30 ff.
- Sahr, Aaron 87, 90
 Schäuble, Wolfgang 14
 Schuldenaufnahme 3, 134
 Securities Market Programme
 (SMP) 4, 135
 Sekundärmarkt 105 f., 112
 Selmayr, Martin 23
 Single Supervisory Mechanism
 (SSM) 25, 52, 59, 78 ff., 82
 – *siehe auch* Bankenaufsicht
 Sitz der EZB 55 ff.
 Smaghi, Bini 139
 Soros, George 9 f.
 Spanien 2, 4, 135
 Staatsanleihen 3 f., 13, 17, 76,
 103, 105, 107, 135
 Staatsschuldenkrise 69
 Ständige Fazilitäten 93 f.
 Streeck, Wolfgang 18
 Summers, Larry 104
- Tagesgeldzinssatz 84, 93
 Taube 16, 122 ff., 126 f., 128 f.,
 135
 – *siehe auch* Falke
 Taylor-Regel 100 f.
 Teuro 130
 Thiele, Alexander 112
 Transmissionsmechanismus
 3 f., 75 f.
 – *siehe auch* Transmissions-
 wege

- *siehe auch* Fragmentierung
- Transmissionswege 13, 76
- *siehe auch* Transmissionsmechanismus
- Trichet, Jean-Claude 4 f., 118, 120, 122, 125, 127, 129, 132 ff., 154
- Trump, Donald 14, 44, 55
- Unabhängigkeit (der EZB) 40 ff.
- Unterstützung der Wirtschaftspolitik 75 ff.
- USA 13, 34, 40, 91, 138, 153
- Verbot monetärer Staatsfinanzierung 103 ff.
- Verhältnismäßigkeit 107 ff., 149
- Vollgeldsystem 87
- Vorabentscheidungsverfahren 112
- Währungsunion (Europäische) 4 f., 8, 10, 18, 38, 50, 55, 57, 78, 127, 130, 132
 - Herausforderungen 143 ff.
- Washington 55
- Weber, Axel 125, 135 ff., 139
- Weidmann, Jens 16, 26, 28, 115 f., 121 f., 125
- Whatever it takes 1, 5, 8, 111
- Zentralbankgeld 84 ff., 92 ff., 99, 102, 105
- Zentralbankgeldmonopol 84
- Zinssenkung(en) 4, 12, 73, 123, 134, 150
- Zinsspreads 4
- Zinstender 92
- Zwei-Säulen-Ansatz 98 ff.
- Zypern 72