

Alexander Thiele

Die Europäische Zentralbank

2. Auflage



Mohr Siebeck

Alexander Thiele
Die Europäische Zentralbank



Alexander Thiele

Die Europäische Zentralbank

Von technokratischer Behörde
zu politischem Akteur?

2., aktualisierte
und erweiterte Auflage

Mohr Siebeck

Alexander Thiele ist Professor für Öffentliches Recht, insbesondere Staats- und Europarecht an der universitären rechtswissenschaftlichen Fakultät der BSP Business & Law School in Berlin.

ISBN 978-3-16-161261-9 / eISBN 978-3-16-161262-6
DOI 10.1628/978-3-16-161262-6

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

© 2022 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. Auch bei der Bekämpfung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie war die EZB involviert, aktuell überlegt sie, welche Funktion sie bei der Bekämpfung der Klimakrise einnehmen kann (und darf). Begriffe wie Preisstabilität und monetäre Staatsfinanzierung, Anleihekäufe und Zinsniveau, aber auch Unabhängigkeit und „Grüne Geldpolitik“ 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 weiterhin zu zählen ist.

Im Einzelnen herrscht jedoch eine durchaus nachvollziehbare Unsicherheit darüber, wie eine Zentralbank konkret funktioniert, welche Rolle ihr in einer Marktwirtschaft zukommt (oder zukommen sollte), wie sie Einfluss auf die Preisentwicklung zu nehmen versucht und wie in diesem Zusammenhang die Funktion und Stellung der heutigen EZB-Präsidentin 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 zahlreiche 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 bisweilen nur schwer verständlich gewesen sein dürften. Mit der Ankündigung der EZB, nunmehr auch im Bereich der Klimapolitik tätig werden zu wollen, sind die nächsten gerichtlichen Verfahren absehbar.

Vor diesem Hintergrund will diese kleine Einführung einen Beitrag dazu leisten, das Wirken der EZB, ihre Entscheidungsabläufe und geldpolitischen Instrumente, aber auch ihre rechtliche Einhegung einer etwas größeren Öffentlichkeit in sachlicher Form 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 jedoch 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 so freundlich war, das Manuskript vorab zu lesen und zu kommentieren. Mein Dank gilt zudem den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern des ehemaligen Instituts für Allgemeine Staatslehre und Politische Wissenschaften der Universität Göttin-

gen, insbesondere meinem Doktoranden *Gregor Laudage*, der zu Fragen der grünen Geldpolitik forscht. *Daniela Taudt* vom Verlag Mohr Siebeck hat den Band gemeinsam mit *Bettina Gade* vorzüglich betreut.

Berlin, im Oktober 2021

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	23
1. Der EZB-Rat	24
2. Das Direktorium der EZB	36
3. Erweiterter Rat der EZB	41
4. Die unabhängige Stellung der EZB	43
5. Die nationalen Zentralbanken	54
6. Der Sitz der EZB	60
III. Aufgaben, Instrumente und geldpolitische Strategie	71
1. Die Aufgaben der EZB	71
2. Die geldpolitischen Instrumente	92
3. Die geldpolitische Strategie	107

4. Rechtliche Begrenzungen und gerichtliche Kontrolle	115
5. Kontrolle in der Eurokrise: BVerfG vs. EZB .	128
IV. Die PräsidentInnen der EZB	133
1. Aufgaben und Stellung der Präsidentin	135
2. Von Tauben und Falken	140
3. Die bisherigen PräsidentInnen – biographische Skizzen	144
V. Herausforderungen für die Währungsunion und die EZB	167
1. Zur Zukunft der Währungsunion	168
2. Neue Finanzmärkte, neue Strategie?	172
3. Eine Handlungsformenlehre für die EZB	175
VI. Weiterführende Literaturhinweise	181
Literaturverzeichnis	187
Sach- und Namenregister	193

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
EUV	Vertrag über die Europäische Union
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
NGFS	Network for Greening the Financial System
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. Ein strahlend blauer Himmel zeigte sich denn auch an diesem Donnerstag, an dem sich unter anderem der damalige Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), *Mario Draghi*, in der Hauptstadt des Vereinigten Königreichs aufhielt und in der von einem möglichen „Brexit“ noch keine Rede war. 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 drei solcher Hilfspakete und erst Ende 2018 eine gewisse finanzielle Autonomie zurückerhalten. 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, vor allem die Veränderung des sog. Leitzinses, schienen zu versagen. Der Transmissionsmechanismus, mit dem geldpolitische Impulse der EZB an die Finanzmärkte und die Realwirtschaft weitergegeben werden,³ war erheblich gestört. Die getroffenen Zinsentscheidungen der EZB wirkten sich nicht mehr einheitlich in der gesamten Eurozone, sondern

¹ Die Leitzinsen liegen schon länger bei 0 %, eine vorsichtige Erhöhung dürfte vermutlich nicht vor Ende 2022 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.

³ Überblick bei *H.-J. Jarchow*, Grundriss der Geldpolitik, 2010, S. 161 f.; *C. Obler*, Unkonventionelle Geldpolitik, 2021, S. 213 ff.

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. Wie sollte sich die EZB angesichts dieser neuartigen Herausforderung verhalten? Ein schlichtes Abwarten schien kaum angemessen. Was aber dann? Die Antwort der EZB war das erste rechtlich wie geldpolitisch hoch umstrittene Anleihekaufprogramm, dem seitdem zahlreiche weitere gefolgt sind. 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. Primäres Ziel war dabei nicht die Sicherung der Zahlungsfähigkeit der krisengeschüttelten Staaten. Es ging vielmehr darum, die auseinanderdriftenden Zinsauswirkungen ihrer Geldpolitik wieder anzugleichen, um dadurch den allgemeinen und einheitlichen Transmissionsmechanismus wiederzubeleben. Zusätzlich sollte aber gewiss auch das allgemeine Vertrauen der Finanzmarktakteure in den Bestand der Währungsunion wiederhergestellt beziehungsweise gesichert werden. Im Ergebnis kamen diese selektiven Ankäufe einer regionalen Geldpolitik damit 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). Das Programm führte tatsächlich 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

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

parallel dazu eingeleiteten kontinuierlichen Zinssenkungen blieb die Situation in der Eurozone jedoch angespannt und drohte anlässlich der politischen Beratungen um das zweite Hilfspaket für Griechenland Mitte 2012 erneut zu eskalieren. Um die Europäische Währungsunion schien es an diesem sonnigen 26. Juli 2012 also nicht allzu gut bestellt. Einzelne PolitikerInnen und ÖkonomInnen 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 neuerliche Sturm war es, dem der frisch ins Amt gekommene EZB-Präsident *Mario Draghi* bei strahlendem Sonnenschein in London (unmittelbar vor den dort stattfindenden Olympischen Spielen) entgetreten wollte oder besser gesagt: entgetreten musste. Der Italiener, der zuvor unter anderem als Volkswirtschaftsprofessor sowie 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“ und sollte es bis zum Ende seiner Amtszeit im Jahr 2019 bleiben. Sogar auf eine feierliche

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

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 Wendepunkt in der öffentlichen Wahrnehmung der EZB und ihrer Rolle auf der politischen Bühne darstellen würde, ahnte es hingegen nicht – auch wenn das ehrwürdige Lancaster House 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 solchermaßen historischen „EZB-Rede“ zunächst überraschen – das Vereinigte Königreich gehörte der Eurozone zu keinem Zeitpunkt an und hat mittlerweile sogar den „Brexit“, also den Austritt aus der Europäischen Union vollzogen.⁷ Passend war jedoch der thematische Anlass der Rede: Der Auftritt erfolgte im Rahmen der Londoner „Global Investment Conference“, einer Tagung, die rund 200 global agierende Geschäftsleute, PolitikerInnen und InvestorInnen und damit aus Perspektive des EZB-Präsidenten ein geradezu perfektes Publikum für eine grundsätzliche geldpolitische Stellungnahme zusammenbrachte. Angesichts der Persönlichkeiten vor Ort war jedenfalls gesichert, dass *Draghis* 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.

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

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

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 eher kryptische und im Detail nur wenigen Fachleuten zugängliche Fachsprache entwickelt, die kleinste sprachliche und grammatikalische Nuancen nutzt, um selbst größere geldpolitische Volten anzukündigen – „geldpolitischer Klartext“ wird der durchschnittlichen und nicht ständig mit Geldpolitik befassten ZuhörerIn daher kaum als solcher erkennbar. In diesem Fall jedoch sollte *Draghi* es wörtlich meinen. Zu Beginn seiner Ausführungen würdigte er allerdings zunächst noch eher unspektakulär und eingebettet in eine wenig glückliche Metapher⁹ die damalige Stärke des Euro. Das traf zwar im Hinblick auf die Entwicklung der Inflationsraten zu, wirkte angesichts der skizzierten 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:

⁸ *Draghi* sprach von „candid assessment“.

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.

„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 glaubhaft und war kaum geeignet, aus sich heraus zu einer Stabilisierung der prekären Lage beizutragen. Der Umstand 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 Handelns 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 interesseelos 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 vor allem 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 – soweit dies mit ihrem normativen Mandat vereinbar wäre. Dass *Draghi* bereit war, die Grenzen dieses Mandats auszuschöpfen, daran ließ er allerdings keinen Zweifel.

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 Anleihekaufprogramms (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 Anleihezinsen der Mitgliedstaaten der Währungsunion gingen schlagartig

zurück. Das Besondere dabei: Zu den angekündigten Anleihekäufen sollte es letztlich gar nicht kommen. Im Rahmen des OMT-Programms, das sogar Gegenstand eines historischen Verfahrens vor dem Bundesverfassungsgericht werden sollte,¹⁰ wurde keine einzige Anleihe eines Krisenstaates von der EZB erworben – bis heute. Der gewünschte Effekt trat allein aufgrund der unmissverständlichen Ankündigung (Drohung?) *Draghis* an diesem Sommertag ein.¹¹ Dieses eher unkonventionelle Vorgehen dürfte damit eine der erfolgreichsten¹² und zugleich günstigsten geldpolitischen Maßnahmen in der weltweiten Zentralbankgeschichte gewesen sein.

Hintergrund: 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 vor-

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).

¹² Nicht bewertet werden sollen an dieser Stelle die damit einhergehenden sonstigen Verteilungswirkungen.

Sach- und Namenregister

- Accountability 54
Aufgaben der EZB 71 ff.
– Finanzaufsicht 84 ff.
– Gewährleistung der Preisstabilität 73 ff.
– Klimaschutz und grüne Geldpolitik 88 ff.
– Unterstützung der Wirtschaftspolitik 81 ff.
- BaFin 84
Balladur, Édouard 151
Bankrun 98
Begründung 54, 90, 123 ff., 178
Bernanke, Ben 182 f.
braune Anleihen 91, 103 f., 107, 117, 122 f.
Brennan, Jason 49
Bürgerdialog 26
Bundesverfassungsgericht 10, 18, 30 f., 49, 56, 60, 79 f., 123 ff., 129 ff., 139, 158, 176 f.
- Carter, Jimmy 125
Coronakrise 12, 20, 45, 50, 71, 77, 82 f., 101, 106, 113, 120 f., 124, 143, 145, 159, 164 f., 167, 171, 174 f.
- Delors, Jacques 16, 62
Digitaler Euro 95 f.
Direktorium 36 ff.
– Abstimmungsverfahren 41
– Aufgaben 36 ff.
– Zusammensetzung 38 ff.
Dobrindt, Alexander 15, 53
Draghi, Mario 1, 5 ff., 15, 37, 53, 128, 145, 153, 154 ff., 165
Duisenberg, Willem 5, 26, 133, 145, 146 ff., 154, 164
- Emergency Liquidity Assistance (ELA) 57 f., 102, 105
Enria, Andrea 88
Erweiterter Rat 41 ff.
– Abstimmungsverfahren 43
– Aufgaben 41 f.
– Zusammensetzung 42 f.
ESFS 84 f.
ESRB 85
ESZB 24, 59 f.
Europäischer Gerichtshof (EuGH) 40, 79, 116, 120, 123 f., 126, 130 f., 158, 176 f.
Europäisches Währungsinstitut (EWI) 63, 147
Eurotower 63

- Eurozone 2 ff., 13, 21, 23, 28,
 33 f., 40 ff., 44, 55, 57 ff., 63,
 65, 72, 75 ff., 80, 83 ff., 87,
 108, 111, 114, 117, 121, 127 f.,
 159, 167 ff., 174
 EWS-Krise 9 ff.
 EZB
 – Aufgaben 71 ff.
 – Herausforderungen 167 ff.
 – institutionelle Struktur
 23 ff.
 – PräsidentInnen 133 ff.
 EZB-Rat 24 ff.
 – Abstimmungsverfahren
 32 ff.
 – Aufgaben 24 ff.
 – Bestellverfahren 28 ff.
 – Rotationssystem 32 ff.
 – Zusammensetzung 28 ff.
- Federal Reserve System 17 f.
 Fillon, Francois 162
 Fischer, Stanley 156
 Franzi, Antonio 157
 Friedman, Milton 52
 Funding for Lending Scheme
 107
- Geldmengen 111 f.
 geldpolitische Instrumente
 92 ff.
 geldpolitische Strategie 107 ff.
 Geldschöpfung 19, 96 ff., 101 f.,
 105
 German Angst 73
 gerichtliche Kontrolle 115 ff.,
 128 ff.
- Giersch, Herbert 62
 Giscard d'Estaing, Valéry 150
 grüne Anleihen 103 f., 107, 117,
 123
 grüne Geldpolitik 12, 19, 54,
 88 ff., 107, 141
- Handlungsformenlehre 175 ff.
 Harmonisierter Verbraucher-
 preisindex (HVPI) 76, 109
 Hellwig, Martin 114
- Inflationsangst 73
 Inflationsziel der EZB 78 f.
 Irwin, Neil 136, 138, 146
 IWF 2, 40, 43, 140, 157, 161, 164
- James, Harold 72
- Kerninflationsrate 109
 Kirchhof, Paul 114
 Klimaschutz 24, 48 f., 88 ff.,
 141
- Lagarde, Christine 16, 26, 40,
 78, 133, 140, 145, 159 ff.
 Lender-of-Last-Resort 105
- Macron, Emmanuel 161
 Markakis, Menelaos 54
 Marktneutralität 121 ff.
 Merkel, Angela 154, 161, 167
 Mindestreserve 102 ff.
 Modern Monetary Theory 16,
 120 f.
 monetäre Staatsfinanzierung
 117 ff.

- niedriges Zinsniveau 114
Nouy, Danièle 88
- Offenmarktgeschäfte 102 ff.
Ohler, Christoph 29, 185
Outright-Monetary-
Transactions Programme
(OMT) 9 f., 129, 153, 158
- Pandemic Emergency Purchase
Programme (PEPP) 165
Papandreou, Giorgos A. 2
Powell, Jerome 16, 133
PräsidentInnen 133 ff.
– Christine Lagarde 159 ff.
– Jean-Claude Trichet 150 ff.
– Mario Draghi 154 ff.
– Wim Duisenberg 146 ff.
Preisstabilität 73 ff.
Prodi, Romano 157
- Quantitative Easing 13
- rechtliche Begrenzungen
115 ff.
Repo-Markt 174, 185
- Sahr, Aaron 100
Schäuble, Wolfgang 15
Schnabel, Isabel 26, 123, 133,
164, 175
Securities Market Programme
(SMP) 4, 153
Selmayr, Martin 25
Sitz der EZB 60 ff.
Smaghi, Bini 158
Soros, George 9, 11
- SSM 28, 57, 65, 84 ff.
ständige Fazilitäten 102 ff.
Strauss-Kahn, Dominique 163
Streeck, Wolfgang 20
- Tauben und Falken 16, 140 ff.
Taylor, John B. 113
Teuro 149
Timmermans, Frans 161
Transmissionsmechanismus
3 f., 80, 91, 130
Trichet, Jean-Claude 4 f., 136,
138, 140, 143, 145, 147 f.,
150 ff., 156 ff., 182
Trump, Donald 14
- Unabhängigkeit 19, 28, 40,
43 ff., 54 f., 62, 88, 117, 125,
144 f., 151 ff., 157, 162
- Verhältnismäßigkeit 57, 123 ff.,
130, 176 f.
Villepin, Dominique de 162
Vollgeldsystem 102
von der Leyen, Ursula 144, 161
Vorabentscheidungsverfahren
130
- Währungsunion 4 f., 9, 20, 41 f.,
55, 61 ff., 83, 131, 146, 148,
151, 161, 167 ff.
Wathelet, Melchior 122
Weber, Axel 154 f., 157
Weber, Manfred 161
Weidmann, Jens 16, 29, 30,
133 f., 139 f., 143 f., 161
Whatever it takes 5 ff., 128

- Wullweber, Joscha 17, 173 f.,
185
- Zentralbankgeldmonopol 93 ff.
- Zilioli, Chiara 186
- Zinsspreads 4, 26
- Zinstender 103
- Zukunft der WWU 168 ff.
- Zwei-Säulen-Ansatz 110 ff.