

# Europäische Zentralbank

Martin Selmayr

Die Europäische Zentralbank (EZB) stand 2008/2009 vor ernsthaften Bewährungsproben. Mit dem Zusammenbruch des US-Finanzinstituts Lehman Brothers am 15. September 2008 weitete sich die bis dahin auf die Vereinigten Staaten konzentrierte Finanzkrise zu einer globalen Finanz- und Wirtschaftskrise aus. Für die Banken im Euroraum sollen sich die krisenbedingten Verluste bis 2010 auf 650 Mrd. Euro summieren.<sup>1</sup> Das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in den Euro-Staaten reduzierte sich 2008 auf 0,6%; für 2009 erwartet die EZB sogar einen Wachstumsrückgang von 4,1 bis 5,1%. Zum ersten Mal sah sich die EZB veranlasst, mit geldpolitischen Sondermaßnahmen gegenzusteuern, um den Konjunkturerinbruch abzuschwächen und einer Kreditklemme vorzubeugen. In einem Umfeld historisch niedriger Inflationsraten (Mai 2009: 0,0%) stellte die EZB dabei ihre Handlungsfähigkeit als Stabilisator des Geldmarkts eindrucksvoll unter Beweis und qualifizierte sich zugleich für neue Aufgaben bei der Finanzaufsicht. Der zehn Jahre alte Euro wurde in der öffentlichen Wahrnehmung gar zum „Schutzschild“<sup>2</sup>, „Krisengewinner“<sup>3</sup> und „Krisenheld“<sup>4</sup>. Dies erlebte vor allem die Slowakei, die mit der Euro-Einführung am 1. Januar 2009 gerade noch rechtzeitig den „sicheren Hafen“ erreichte. In Polen, Dänemark und Schweden wuchs angesichts heftiger Wechselkursschwankungen das Lager der Euro-Befürworter. Die zügige Teilnahme am Euro ist auch Hauptziel der von Island am 27. Juli 2009 beantragten EU-Mitgliedschaft.

## Geldpolitik: Historische Zinssenkungen und Sondermaßnahmen

Schon im August 2007 war die EZB die erste Zentralbank weltweit gewesen, die durch rasche Zuführung von Liquidität (95 Mrd. Euro allein am 9. August 2007) den Euroraum vor den ersten Wellen der Subprime-Krise bewahrt hatte. Als nach der Lehman-Pleite die Banken im September 2008 die Kreditvergabe untereinander praktisch einstellten, leitete die EZB sofort eine neue Phase ihrer Geldpolitik ein. Um die Liquiditätsversorgung sicherzustellen, kombinierte sie dabei konventionelle Maßnahmen (Zinssenkungen) mit geldpolitischen Sondermaßnahmen.

Zunächst senkte die EZB den Leitzins schrittweise von 4,25% auf 1% – ein historisch niedriger Zinssatz nicht nur für die EZB, sondern auch für ihre nationalen Vorgänger-Zentralbanken. Sie begann am 8. Oktober 2008 mit einer Leitzinssenkung um 50 Basispunkte, die parallel zu ähnlichen Zinsbeschlüssen der US Federal Reserve (US Fed), der Bank von England, der Schweizer Nationalbank, der Bank von Kanada und der Bank von Japan erfolgte – ein bisher einmaliger Fall globaler geldpolitischer Koordination. Am

---

\* Dieser Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Meinung des Autors wieder.

1 Vgl. EZB, Financial Stability Review, Juni 2009, S. 102. IWF-Schätzung: 900 Mrd. Euro.

2 So La Tribune, 31.12.2008, S. 7; Les Echos, 2.1.2009, S. 6. Vgl. auch Lawrence Gonzi (Premierminister Malτας), Interview, F.A.Z., 23.1.2009, S. 5: „Ohne Euro wären wir bankrott.“

3 So Eichengreen, F.T.D., 3.12.2008, S. 26.

4 So F.T.D., 29.12.2008, S. 23.

6. November 2008 reduzierte die EZB den Leitzins erneut um 50 Basispunkte, am 4. Dezember 2008 um 75 Basispunkte (der größte Zinsschritt in der EZB-Geschichte), am 15. Januar und 5. März 2009 um jeweils 50 Basispunkte sowie am 2. April und am 7. Mai 2009 um jeweils 25 Basispunkte.

Angesichts des erheblichen Vertrauensverlusts am Geldmarkt begann die EZB ab Oktober 2008 außerdem eine „Politik der erweiterten Kreditunterstützung“ (so EZB-Präsident Jean-Claude Trichet<sup>5</sup>), die folgende sechs Sondermaßnahmen umfasste:

1. Am 8. Oktober 2008 änderte die EZB das Verfahren für die Zuteilung von Zentralbankgeld. Während die EZB in normalen Zeiten Zentralbankgeld per Zinstender versteigert und es so dem Wettbewerb zwischen den Bietern überlässt, zu welchem Zinssatz Kredite dem Bankensystem zur Verfügung gestellt werden, gilt heute ein Mengentenderverfahren mit vollständiger Zuteilung: Alle Gebote werden in voller Höhe zum Leitzins berücksichtigt. Die EZB verlängerte ferner die Laufzeit ihrer Refinanzierungsgeschäfte auf bis zu sechs Monate und führte am 24. Juni 2009 erstmals ein Refinanzierungsgeschäft mit zwölfmonatiger Laufzeit (Volumen: 442 Mrd. Euro<sup>6</sup>) durch. Banken im Euroraum können sich somit heute von der EZB für ein Jahr Geld in praktisch unbegrenzter Höhe zum historisch niedrigen Zinssatz von 1% leihen.

2. Am 8. Oktober 2008 halbierte die EZB außerdem den Korridor, den die Zinssätze für ihre Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität um den Leitzins bilden (200 Basispunkte seit Anfang 1999). Wegen der Krise hatten sogar solvente Banken Schwierigkeiten, Mittel am Interbankenmarkt aufzunehmen, und griffen deshalb zunehmend auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität zurück (tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme 1. Oktoberwoche 2008: 21 Mrd. Euro im Vergleich zu unter 0,5 Mrd. Euro im 1. Halbjahr 2008). Die Inanspruchnahme der Einlagefazilität hatte sich sogar von durchschnittlich 1,5 Mrd. Euro auf 43 Mrd. Euro pro Tag erhöht. Die Verengung des Korridors auf 100 Basispunkte machte es nun für Banken günstiger, sich kurzfristig Geld von der EZB zu leihen; und attraktiver, über Nacht Geld bei der EZB anzulegen. Am 21. Januar 2009 erweiterte die EZB den Korridor wieder auf 200 Basispunkte, um zur Normalisierung des Geldhandels beizutragen. Bei der Senkung des Leitzinses auf 1% am 7. Mai 2009 beließ die EZB aber die Einlagefazilität bei 0,25%, so dass der Korridor seither 150 Basispunkt ausmacht.

3. Am 13. und 15. Oktober 2008 erweiterte die EZB das Verzeichnis der Sicherheiten, die sie von Banken bei der Kreditvergabe akzeptiert („ausreichende Sicherheiten“ gemäß Artikel 18.1 ESZB-Satzung). Um die Liquiditätsversorgung zu verbessern, nahm die EZB vorübergehend auch Sicherheiten mit einem Bonitätswert von nur BBB- (statt bisher A-) in das Verzeichnis auf. Zahlreiche nicht marktfähige Sicherheiten, vor allem Kreditforderungen (d.h. Bankkredite), wurden so notenbankfähig. Der Gesamtwert der Sicherheiten, die seither von Banken zur Erlangung von Zentralbankgeld gestellt werden können, beträgt 12,2 Billionen Euro (+860 Mrd. Euro) und entspricht 130% des BIP des Euroraums.

4. Die EZB stellte ferner den im Euroraum niedergelassenen Banken über Devisen-swapsatzgeschäfte Liquidität in US-Dollar (ab 13. Oktober 2008 in unbegrenzter Höhe) sowie in Schweizer Franken zur Verfügung. Grundlage sind Abkommen der EZB mit der US-Fed, der Bank von Japan und der Schweizer Nationalbank. Der Gesamtbetrag der von

---

5 Rede v. 22.6.2009, „Supporting the financial system and the economy: key ECB policy actions in the crisis“. Vgl. ferner „Die Umsetzung der Geldpolitik seit August 2007“, EZB, Monatsbericht Juli 2009, S. 85 ff.

6 Handelsblatt, 25.6.2009, S. 21: „EZB öffnet die Schleusen“; F.T., 25.6.2009, S. 4: „stimulus by stealth“.

der EZB bereitgestellten Dollar-Mittel erreichte Anfang Dezember 2008 einen Spitzenwert von 293 Mrd. US-Dollar, bevor er bis Ende Mai 2009 auf rund 100 Mrd. US-Dollar zurückging.

5. Am 7. Mai 2009 beschloss die EZB ein Programm zum Ankauf auf Euro lautender gedeckter Schuldverschreibungen (Pfandbriefe) zum Nominalbetrag von 60 Mrd. Euro.<sup>7</sup> Gedeckte Schuldverschreibungen sind mit Krediten (meist Hypotheken, Staats- oder Schiffsfinanzierungen) besicherte, von Banken ausgegebene Anleihen, die diesen Zugang zu längerfristiger Finanzierung verschaffen und somit für die Bildung von längerfristigen Zinsen von Bedeutung sind. Es handelt sich um ein mehr als 200 Jahre altes, vor allem in Deutschland, Spanien und Irland verbreitetes Finanzprodukt, bei dem es nicht zu einer Übertragung des Kreditrisikos auf den Investor kommt, da der sichernde Kredit in der Bankbilanz verbleibt. Die EZB will mit ihrem Programm den Markt für gedeckte Schuldverschreibungen, der mit der Krise praktisch zum Erliegen gekommen ist, wieder beleben.

6. Schließlich beschloss die EZB am 7. Mai 2009, die Europäische Investitionsbank (EIB) zu ihren Refinanzierungsgeschäften zuzulassen. Die oft auch als „EU-Hausbank“ bezeichnete EIB hat ein Kapital von 232,4 Mrd. Euro, das die 27 EU-Mitgliedstaaten gezeichnet und zu 5% eingezahlt haben. Sie soll in der Krise vor allem kleinere und mittlere Unternehmen mit Darlehen unterstützen. Dass sich die EIB nun wie andere öffentlich-rechtliche Banken bei der EZB refinanzieren kann, soll sie 2009 in die Lage versetzen, trotz der angespannten Lage am Finanzmarkt zusätzliche Investitionen von 40 Mrd. Euro zu finanzieren.

### **Die EZB wird „Kreditgeber der letzten Liquidität“**

Mit ihren Sondermaßnahmen übernahm die EZB vorübergehend Funktionen des praktisch ausgefallenen Interbanken-Handels und wurde krisenbedingt zum „Kreditgeber der letzten Liquidität“ („Lender of Last Liquidity“).<sup>8</sup> Dies schlug sich deutlich in ihrer konsolidierten Bilanz nieder, die sich von Juni 2007 bis Januar 2009 um 850 Mrd. Euro auf 1,763 Billionen Euro erhöhte. Zugleich stieg die Zahl der an ihren Hauptrefinanzierungsgeschäften teilnehmenden Geschäftspartner von 333 (Januar bis September 2008) auf 720 (Oktober/November 2008). Am Zwölfmonatstender vom 24. Juni 2009 nahmen sogar 1121 Banken teil.

Rechtfertigen konnte die EZB die deutliche Lockerung ihrer Geldpolitik mit ihrem Auftrag, gemäß Artikel 105 Absatz 1 Satz 2 EG-Vertrag „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft“ zu unterstützen und gesunde monetäre Rahmenbedingungen (Artikel 105 Absatz 1 Satz 3, Artikel 4 Absatz 3 EG-Vertrag) anzustreben. Die EZB darf und muss nach diesen Vorschriften unterstützend zugunsten des Finanz- und Wirtschaftssystems eingreifen, „[s]oweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist“. Nachdem die Inflationsrate im Euroraum 2008 noch bei 3,3% gelegen hatte, bestand angesichts einer prognostizierten Preissteigerungsrate von 0,1 bis 0,5% für 2009 und von 0,6 bis 1,4% für 2010<sup>9</sup> keine unmittelbare Inflationsgefahr (EZB-Ziel: Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2%), zumal sich das Wachstum der Geldmenge M3

---

7 „Une révolution“, so Le Figaro, 8.5.2009, S. 15; „eine Zäsur“, so F.T.D. 11.5.2009, S. 19.

8 Vgl. das „General announcement on liquidity policy“ der EZB v. 15.9.2008: „The ECB stands ready to contribute to orderly conditions in the euro money market.“

9 Vgl. EZB, Monatsbericht, Juni 2009, S. 99.

deutlich verlangsamte und im Juni 2009 auf 3,5% sank, den bislang niedrigsten Wert seit Euro-Einführung (EZB-Referenzwert: 4,5%).

Dennoch äußerte sich Bundeskanzlerin Angela Merkel Anfang Juni 2009 mahnend zu den von Zentralbanken weltweit ergriffenen Sondermaßnahmen („Wir müssen gemeinsam wieder zu einer unabhängigen Notenbankpolitik und zu einer Politik der Vernunft zurückkehren“)<sup>10</sup>. Ihre international viel beachtete Kritik war allerdings wohl vor allem als „Schuss vor den Bug“ gemeint. Nachdem bereits die US-Fed, die Bank von England und die Schweizer Nationalbank zu einem „quantitative easing“ – dem Erweitern der Geldmenge durch den direkten Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen, was dem Anwerfen der Notenpresse gleichkommt – übergegangen waren<sup>11</sup>, wollte Merkel offenbar diejenigen Kräfte in der EZB stärken, die (wie die Deutsche Bundesbank) einen vorsichtigeren Kurs befürworteten.<sup>12</sup>

Die Mahnungen fanden Gehör. Anders als die US-Fed beschloss die EZB keine „Nullzins-Politik“, sondern beließ den Leitzins bei 1%. Sie bewahrte sich so den Handlungsspielraum, um erforderlichenfalls noch mit konventionellen Maßnahmen reagieren zu können. Die vor allem im angelsächsischen Raum geäußerte Sorge vor einer Deflation teilte die EZB nicht; EZB-Präsident Trichet bezeichnete vielmehr kurzfristig negative Preissteigerungsraten (Juli 2009: -0,6%) als aus geldpolitischer Perspektive „nicht relevant“.<sup>13</sup> Angesichts der krisenbedingt dramatisch steigenden Defizit- und Schuldenquote im Euroraum (2009: 5,3% bzw. 77,7% des BIP) unterstrich die EZB stattdessen die Notwendigkeit, die Sondermaßnahmen sobald wie möglich wieder zu beenden, um inflationäre Entwicklungen zu vermeiden. Ein „quantitative easing“ gab es bei der EZB nicht. Die EZB konnte dabei darauf verweisen, dass sich das europäische Finanzsystem (anders als das US-amerikanische) ganz wesentlich auf Banken stützt (Ende 2007 machten ausstehende Bankdarlehen an den Privatsektor im Euroraum 145% des BIP aus, in den USA nur 63%); diese können also nicht ohne Weiteres von der Zentralbank (z.B. durch den Ankauf von Unternehmenskrediten) umgangen werden. Zu beachten hat die EZB ferner Artikel 101 EG-Vertrag, der ihr die Vergabe von Krediten an die EU und deren Mitgliedstaaten ebenso verbietet wie den unmittelbaren Erwerb von Schuldtiteln der öffentlichen Hand. Hinter der Zurückhaltung der EZB mag schließlich auch die Überlegung gestanden haben, dass gerade die lockere Geldpolitik der US-Fed mitursächlich für die „Spekulationsblase“ am US-Hypothekenmarkt gewesen war. Die EZB wollte nicht mutwillig bereits die Saat für die nächste Krise legen. „We have our own approach“, so formulierte dies EZB-Direktoriumsmitglied Jürgen Stark selbstbewusst.<sup>14</sup> Mitte 2009 begannen die Sondermaßnahmen der EZB positive Wirkungen zu zeigen. Hatten im 1. Quartal 2009 noch 43% der Banken eine Verschärfung der Bedingungen für Unternehmenskredite berichtet, taten dies im Juli 2009 nur noch 21%.<sup>15</sup> Auch die Konjunkturaussichten für den Euroraum hellten sich Mitte 2009 auf.

---

10 Vgl. F.T., 3.6.2009, S. 1: „Merkel mauls central banks“.

11 Vergleich der Zentralbankmaßnahmen bei IMF, Global Financial Stability Review, April 2009, S. 45 ff.

12 Vgl. F.T.D., 7.5.2009, S. 17: „Lagerkämpfe im Eurotower“; F.T., 6.5.2009, S. 9: „Moment of truth“.

13 So EZB-Präsident Trichet, Pressekonferenz v. 4.6.2009.

14 Rede v. 25.6.2009, „EMU – Weathering the perfect storm“, S. 2.

15 EZB, The Euro Area Banking Lending Survey, 29.7.2009.

## Solidarische Krisenbekämpfung durch EZB, Eurogruppe und Kommission

Die Krise zwang erstmals zu einer engeren wirtschaftspolitischen Abstimmung im Euro-Raum. Frankreichs Staatspräsident Nicolas Sarkozy (EU-Ratsvorsitzender im 2. Halbjahr 2008) organisierte deshalb am 12. Oktober 2008 ein koordinierendes Gipfeltreffen der Euro-Staaten in Paris. Teilnehmer dieses ersten Treffens der Eurogruppe auf Ebene der Staats- und Regierungschefs waren auch EZB-Präsident Trichet, Kommissionspräsident José Manuel Barroso sowie als Gast – wegen der Bedeutung des Finanzplatzes London – der britische Premier Gordon Brown. Ergebnis war die „Erklärung zu einem gemeinsamen europäischen Aktionsplan der Länder des Euro-Währungsgebiets“, die zwei Wochen später vom Europäischen Rat für alle 27 EU-Staaten gebilligt wurde, Vorbildwirkung für die folgende internationale Koordinierung im Rahmen der G-20 entfaltete und von einigen bereits als Beginn einer „europäischen Wirtschaftsregierung“<sup>16</sup> gefeiert wurde. Die Erklärung übertrug allerdings keinesfalls die Zuständigkeit für die Krisenbekämpfung auf die EU, sondern beschränkte sich auf gemeinsame Prioritäten: Schutz der Einlagen der Sparer, Stützung systemrelevanter Finanzinstitute, Rekapitalisierung notleidender Banken. Die Euro-Staaten trafen in der Folge koordiniert Maßnahmen, um mit Steuergeldern im Wert von bis zu 19,9% des BIP das Bankensystem zu stabilisieren<sup>17</sup> und die Konjunktur (unter dem Dach eines von der Kommission erarbeiteten „Europäischen Konjunkturprogramms“) mit insgesamt 400 Mrd. Euro (60% davon über automatische Stabilisatoren) zu stimulieren. Angesichts der Pariser Erklärung konnte die EZB Maßnahmen zugunsten einzelner gefährdeter Banken der Fiskalpolitik überlassen, musste sich also nicht die schwierige Rolle eines „Lender of Last Resort“ anmaßen. Sie begleitete allerdings nationale Rettungsmaßnahmen mit sachverständigem Rat. EZB-Präsident Trichet hatte sich bereits am 28. September 2008 persönlich an den Gesprächen zur Rettung der belgisch-niederländischen Bank Fortis beteiligt und die deutsche Regierung zur Stützung der Hypo Real Estate gedrängt. Die EZB entsprach so Artikel 105 Absatz 5 EG-Vertrag, wonach sie zu den von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen beizutragen hat. In der Praxis bewährte sich dieses Zusammenspiel von Finanz- und Geldpolitik. Es kam im Euroraum zu keinem Ausfall einer systemrelevanten Bank.

Die neue Qualität der Kooperation im Euroraum zeigte sich, als Anfang 2009 Spekulationen aufkamen, dass ein Bankrott Irlands oder Griechenlands oder deren Ausscheiden aus dem Euro bevorstünde.<sup>18</sup> Zwar hatten sich die Risikoaufschläge bei den Staatsanleihen dieser Euro-Staaten im Vergleich zu deutschen Bundesanleihen deutlich erhöht; sie blieben aber weit entfernt von den vor 1999 üblichen Divergenzen.<sup>19</sup> EZB-Präsident Trichet trat daher den Gerüchten energisch entgegen.<sup>20</sup> Zudem gaben Eurogruppen-Chef Jean-Claude Juncker, EU-Wirtschaftskommissar Joaquín Almunia und (nach anfänglichem Zögern) auch der deutsche Finanzminister Peer Steinbrück<sup>21</sup> zu erkennen, dass sich ein Euro-Staat in finanzieller Notlage auf die Solidarität im Euroraum verlassen könne: Trotz des Verbots

16 Vgl. F.A.Z., 22.10.2008, S. 1: „Sarkozy: Jetzt braucht Europa eine Wirtschaftsregierung“; kritisch Otmar Issing, „Der Euro und die politischen Risiken“, F.A.Z., 6.12.2008, S. 11.

17 EZB, Monatsbericht Juli 2009, S. 77, Tabelle 2.

18 Vgl. F.T.D., 29.1.2009, S. 23: „Geld-Not“; Die Zeit, 29.1.2009, S. 13: „Undenkbar! Wirklich?“.

19 Vgl. Deutsche Bank Research, EU Monitor 68, „EMU sovereign spread widening“, 29.6.2009.

20 Am 15.1.2009 in der EZB-Pressekonferenz und am 21.1.2009 vor dem Europäischen Parlament.

21 Vgl. F.A.Z., 20.2.2009, S. 15: „Regierung blickt mit Sorgen auf Euro-Schuldenländer“; kritisch Jürgen von Hagen, Handelsblatt, 14.4.2009, S. 9: „Gefährliche Solidarität“.

eines automatischen „bail out“ (Artikel 103 EG-Vertrag) sind nach Artikel 100 EG-Vertrag Finanzhilfen auch für Euro-Staaten grundsätzlich möglich. Daraufhin beruhigte sich die Lage wieder<sup>22</sup>, ebenso wie die Debatte über „Euro-Anleihen“, wie sie von Juncker, Italiens Finanzminister Giulio Tremonti und IWF-Chef Dominique Strauss-Kahn befürwortet worden waren.<sup>23</sup>

### Stürmische Wechselkursbewegungen

Die extremen Wechselkursschwankungen in der Krise geben einen Eindruck davon, womit die 16 Euro-Staaten ohne Euro hätten rechnen müssen.<sup>24</sup> Gegenüber dem US-Dollar erreichte der Euro Mitte Juli 2008 zunächst wieder seinen historischen Höchststand von 1,60 US-Dollar. Im August 2008 fiel der Euro dann auf 1,25 US-Dollar, bevor er Ende 2008 (als Reaktion auf den „Nullzins“ der Fed) wieder auf 1,39 US-Dollar zulegte. Nach einer erneuten Abschwächung Anfang 2009 (auf 1,26 US-Dollar am 4. März 2009) stieg der Euro gegen Ende des 1. Halbjahrs 2009 wieder (auf 1,41 US-Dollar am 1. Juli 2009, 4,2% unter dem Durchschnitt 2008). Gegenüber dem japanischen Yen wurde der Euro 2008 innerhalb einer ungewöhnlich breiten Spanne von 115,75 bis 169,75 Yen gehandelt, bis er Ende 2008 bei 126,14 Yen notierte, rund 22% unter dem Durchschnitt 2007. In der 1. Jahreshälfte 2009 erholte sich der Euro etwas und erreichte am 1. Juli 2009 136,5 Yen (10,4% schwächer als 2008). Dabei ist das internationale Währungssystem insgesamt infolge der Krise im Umbruch. Der Glaubwürdigkeitsverlust des US-Finanzsektors, das wachsende Selbstbewusstsein Chinas<sup>25</sup> und der stetige Bedeutungsgewinn des Euro<sup>26</sup> lösten eine Debatte über die beherrschende Rolle des US-Dollars aus. China, Russland und Brasilien, aber auch Frankreich erhoben sogar Forderungen nach einem neuen, multipolaren, an Dollar, Euro und Renminbi Yuan orientierten Wechselkurssystem („Bretton Woods II“).<sup>27</sup> Trotz dieser Debatte und der Volatilität der Wechselkurse setzte die EZB ihre auf die innere Preisstabilität konzentrierte Politik fort und führte bis Juli 2009 keine währungspolitisch bedingten Devisengeschäfte durch.

Auch in den EU-internen Wechselkursbeziehungen kam es krisenbedingt zu Spannungen.<sup>28</sup> Vor allem der polnische Zloty verlor erheblich gegenüber dem Euro (Juni 2009: -33,6% gegenüber dem Vorjahr), was den Willen der Regierung Polens bestärkte, 2012/2013 den Euro einzuführen<sup>29</sup>. Hohe Wertverluste verzeichneten auch der rumänische Leu (-15,3%) und der ungarische Forint (-15,7%). Am 23. Februar 2009 sahen sich die Zentralbankpräsidenten Polens, Ungarns, Rumäniens und Tschechiens genötigt, in einer koordinierten Erklärung die Abwertungen als ungerechtfertigt zu bezeichnen.<sup>30</sup> Auch die

---

22 Vgl. F.A.Z., 15.4.2009, S. 19: „Die Sorgen um den Euro-Raum lassen nach“.

23 Vgl. F.T.D., 19.12.2008, S. 20: „Junckers Anleiheplan erhält Auftrieb“; F.T.D., 23.2.2009, S. 15: „EU-Gemeinschaftsanleihe rückt näher“. Vgl. auch F.T.D., 21.1.2009, S. 11: „Steinbrück lehnt Plan für Euroanleihe ab“; S.Z., 24.2.2009, S. 26: „Euroanleihe widerspricht dem EU-Vertrag“.

24 Vgl. Altbundeskanzler Helmut Schmidt, Interview, F.A.Z., 8.12.2008, S. 3: „Die Hedge-Fonds hätten mit unseren kleinen Währungen Fußball gespielt.“

25 Am 6.7.2009 wurde erstmals ein internationales Geschäft (zwischen Hongkong und Shanghai) in Renminbi abgewickelt; zu dieser „chinesischen Mondlandung“ S.Z., 9.7.2009, S. 22.

26 Der Anteil des Euro an den weltweiten Währungsreserven wuchs von 18% (1999) auf 26,5% (2008), der des US-Dollars fiel von 71% auf 64%; vgl. F.A.Z., 9.7.2009, S. 21.

27 Vgl. F.T.D., 8.7.2009, S. 19: „Kampf dem Dollar“; S. 25: „Dollar adieu!“; S.Z., 11./12.7.2009, S. 29: „Sarkozy will Dollar nicht als Leitwährung“.

28 Wechselkursentwicklung nach EZB, Monatsbericht, Juli 2009, S. S-73.

29 Vgl. F.A.Z., 15.7.2009, S. 19: „Der bestrafte Zloty“.

Währungen der vier Mitgliedstaaten, die über den Wechselkursmechanismus II (WKM II) eng an den Euro gebunden sind (Estland, Lettland, Litauen und Dänemark), gerieten unter Druck. Nach einer Herabstufung des Ratings der baltischen Staaten musste die Zentralbank Lettlands mehrfach am Devisenmarkt intervenieren, um den Wechselkurs des Lats in der einseitig garantierten Bandbreite von +/-1% zum Euro zu halten; da 85% der Kredite in Lettland in Euro aufgenommen sind, würde eine Abwertung des Lats die Bevölkerung hart treffen. Estland und Litauen gelang es nur mit Mühe, die von ihnen einseitig garantierte WKM-II-Parität zum Euro einigermaßen zu halten. Selbst die dänische Zentralbank musste zugunsten der Krone intervenieren, um die im WKM II vereinbarte Bandbreite von +/-2,25% beibehalten zu können; Dänemark will 2010 eine erneute Volksabstimmung über eine Euro-Einführung abhalten.<sup>31</sup>

Auch das britische Pfund verlor gegenüber dem Euro deutlich. Ende 2008 erreichte der Euro mit 0,98 Pfund das höchste Niveau seit seiner Einführung und notierte am 1. Juli 2009 mit 0,86 Pfund immer noch 8,2% stärker als 2008. Der hieran abzulesende Vertrauensverlust in das britische Finanzsystem („Reykjavik-on-Thames“<sup>32</sup>) nährte allerdings nur vorübergehend Spekulationen über eine mögliche Euro-Einführung jenseits des Ärmelkanals.<sup>33</sup>

### **Krisenhilfe für EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets**

Ungarn, Lettland und Rumänien gerieten in der Krise in so gravierende Zahlungsbilanzschwierigkeiten, dass sie die Unterstützung der EU und internationaler Finanzinstitutionen (IWF, Weltbank) in Anspruch nehmen mussten. Erstmals seit Beginn der Währungsunion kam daher Artikel 119 EG-Vertrag zur Anwendung, der EU-Zahlungsbilanzhilfen von bis zu 50 Mrd. Euro an die noch nicht am Euro teilnehmenden EU-Staaten ermöglicht. Diese Hilfen werden durch von der EU begebene Anleihen finanziert und den gefährdeten Mitgliedstaaten als Darlehen unter der Bedingung zur Verfügung gestellt, dass sie ihre Haushalte konsolidieren. Ungarn erhielt so eine EU-Zahlungsbilanzhilfe in Höhe von 6,5 Mrd. Euro, Lettland von 3,1 Mrd. Euro und Rumänien von 5 Mrd. Euro. Die EZB verwaltet diese Zahlungsbilanzhilfen, die über (von den EZB-Eigenmitteln strikt getrennte) EZB-Konten an die jeweilige nationale Zentralbank überwiesen werden. Die Verwaltung im Zentralbankrahmen hat aus ordnungspolitischer Sicht den Vorteil, den Unterschied zwischen dieser währungspolitischen Unterstützung und Finanzhilfen, die aus anderen (z.B. regionalpolitischen) Gründen erfolgen, deutlich hervorzuheben.

Forderungen einiger mittel- und osteuropäischer Geschäftsbanken, die EZB solle auch für die Staaten außerhalb des Euroraums „Kreditgeber der letzten Liquidität“ sein, konnte die EZB nicht nachkommen. Schließlich habe die EZB kein Mandat, als „regionale UN-Agentur“ aufzutreten, so Luxemburgs Zentralbankpräsident Yves Mersch.<sup>34</sup> Die EZB stellt allerdings seit Herbst 2008 den Zentralbanken außerhalb des Euroraums Euro-Liquidität auf Grundlage spezieller Swap-Vereinbarungen zur Verfügung. Im Juni 2009 verlieh die EZB außerdem 3 Mrd. Euro an die schwedische Zentralbank, die Liquiditätsengpässe überbrücken musste, welche für das schwedische Bankensystem als Folge der instabilen Lage in den baltischen Staaten entstanden waren.<sup>35</sup> Den IWF-Vorschlag, die mittel- und ost-

---

30 Vgl. F.T., 4.2.2009, S. 1: „Co-ordinated defence sparks central European currencies rally“.

31 Vgl. F.T.D., 23.1.2009, S. 12: „Dänemark mobilisiert für den Euro“.

32 So Buiter, Ex-Mitglied des geldpolitischen Rats der Bank von England, zit. nach F.T.D., 29.12.2008, S. 23.

33 Vgl. Daily Express, 4.12.2008, S. 2: „Mandy admits plot to scrap the pound“.

34 Vgl. F.T., 23.1.2009, S. 4: „ECB rebuffs call to aid non-euro nations“.

europäischen Staaten durch eine rasche „Euroisierung“ zu stabilisieren<sup>36</sup>, lehnte die EZB ebenso ab wie Anregungen, eine Euro-Teilnahme auf andere Weise zu erleichtern.<sup>37</sup> Die Kriterien, die ein Euro-Anwärter gemäß dem EG-Vertrag erfüllen müsse, ließen sich auch in der Krise weder auflockern noch umgehen. Eurogruppen-Chef Juncker schloss sich dieser Grundsatzposition der EZB ausdrücklich an.<sup>38</sup>

### Institutionelle Entwicklungen

Die Krise brachte eine jedenfalls vorübergehende Zentralisierung der Geldpolitik mit sich. Normalerweise richtet die EZB geldpolitische Leitlinien an die Zentralbanken der Euro-Staaten, die diese dann umsetzen. Für eine solche dezentrale Vorgehensweise blieb auf dem Höhepunkt der Krise keine Zeit. Zur Erweiterung der Liste der notenbankfähigen Sicherheiten erließ die EZB deshalb am 23. Oktober 2008 ihre historisch erste geldpolitische Verordnung<sup>39</sup>, die dieser Maßnahme zu sofortiger Wirkung in allen Euro-Staaten verhalf. Von dem am 7. Mai 2009 beschlossenen Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen übernahm die EZB 8% selbst und bekräftigte somit (ebenso wie schon bei der von ihr seit 2002 verantworteten Ausgabe von 8% der Euro-Banknoten), dass sie in der Lage ist, Zentralbankoperationen auch durch eigenes Auftreten am Markt durchzuführen. Bestätigung fand der Zentralisierungstrend schließlich, als die Zentralbanken Deutschlands, Luxemburgs und der Niederlande im Gefolge der Lehman-Pleite erhebliche Verluste (ca. 10,3 Mrd. Euro) durch den Ausfall von fünf Geschäftspartnern erlitten. Erstmals aktivierte der EZB-Rat die Regelung in Artikel 32.4 ESZB-Satzung, die es erlaubt, nationale Zentralbanken für Verluste bei währungspolitischen Operationen durch Rückgriff auf das gesamte Zentralbanksystem zu entschädigen.<sup>40</sup>

Es gab aber auch gegenläufige Tendenzen. So hätte der Euro-Beitritt der Slowakei am 1. Januar 2009 eigentlich im EZB-Rat eine Rotation der Stimmrechte der Zentralbankpräsidenten ausgelöst, wie sie seit 2004 für diesen Zeitpunkt vorgesehen ist. Der EZB-Rat machte allerdings am 18. Dezember 2008 von der Möglichkeit des Artikels 10.2 ESZB-Satzung Gebrauch, den Beginn des Rotationssystems zu verschieben, bis die Anzahl der nationalen Zentralbankpräsidenten im EZB-Rat 18 übersteigt. Damit behalten zunächst weiterhin neben den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums alle (derzeit 16) Zentralbankpräsidenten gleiches Stimmrecht. Zwar legte der EZB-Rat am 19. März 2009 die Einzelheiten des Rotationssystems fest<sup>41</sup>; zur Anwendung wird es allerdings erst kommen, wenn drei weitere EU-Mitgliedstaaten den Euro eingeführt haben. Vor 2012 ist dies nicht zu erwarten.

Am 3. Juni 2009 rief die Gewerkschaft „International and European Public Services Organisation“ erstmals zu einem Streik der EZB-Bediensteten auf, um gegen eine Reform ihrer Pensionsregelungen zu protestieren. An dem 90-minütigen Streik beteiligten sich etwa 200 der rund 1.600 EZB-Beschäftigten, ohne dass dies den Betrieb der EZB beeinträchtigte.

---

35 Vgl. F.T., 11.6.2009, S. 1: „ECB lends Sweden €3bn“.

36 Vgl. F.T., 6.4.2009, S. 1: „IMF urges eastern EU states to adopt the euro“.

37 Vgl. z.B. Piatkowski/Rybinski, „Let’s roll out the euro to the whole Union“, F.T., 12.6.2009, S. 9.

38 Vgl. F.T., 7.4.2009, S. 4: „ECB rejects calls for euro short cuts“.

39 Verordnung EZB/2008/11 v. 23.10.2008, EU-Amtsblatt 2008 Nr. L 282/17. Ende November 2008 wurde diese Verordnung wieder von einer EZB-Leitlinie (Leitlinie EZB/2008/18) abgelöst.

40 Vgl. EZB-Pressemitteilung „Eurosystem Monetary Policy Operations in 2008“ v. 5.3.2009.

41 Vgl. „Rotation der Stimmrechte im EZB-Rat“, EZB, Monatsbericht, Juli 2009, S. 101 ff.



## Neue EZB-Aufgaben im Bereich der Finanzaufsicht

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise unternahmen im Frühjahr 2009 Mitglieder des EZB-Direktoriums mehrfach öffentliche Vorstöße, um für eine Europäisierung der Finanzaufsicht in den Händen der EZB zu werben, wie sie nach Artikel 105 Absatz 6 EG-Vertrag möglich wäre.<sup>42</sup> Diese Vorschläge fanden zum Teil Eingang in den am 25. Februar 2009 vorgestellten Bericht, den die von der Europäischen Kommission eingesetzte „Hochrangige Expertengruppe zur EU-Finanzaufsicht“ unter Vorsitz des früheren Geschäftsführenden Direktors des IWF Jacques de Larosière (u.a. unter Mitwirkung des ehemaligen EZB-Chefvolkswirts Otmar Issing) erarbeitet hatte. Eine Zentralisierung der Finanzmarktaufsicht in Zentralbankhänden, wie sie gegenwärtig auch in den Vereinigten Staaten erfolgt, lehnt der de Larosière-Bericht allerdings ab<sup>43</sup>, nicht zuletzt wegen des Widerstands einiger nationaler Notenbanken.<sup>44</sup> Der Bericht schlägt stattdessen neue EU-Agenturen für die Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsicht vor, welche die Qualität und Kohärenz der nationalen Aufsicht verstärken sollen. Daneben soll die EZB eine führende Rolle bei der Makroaufsicht, also bei der Risiko-Früherkennung erhalten. Ein „Europäischer Rat für Systemrisiken“ soll bei der EZB angesiedelt werden, dem der Präsident und Vizepräsident der EZB, die Präsidenten der Zentralbanken der 27 EU-Staaten, ein Vertreter der Kommission sowie die Chefs der drei neuen EU-Agenturen angehören sollen. Den Vorsitz soll der EZB-Präsident führen – ein Vorschlag, dem sich das Vereinigte Königreich bislang widersetzt<sup>45</sup>, während die EZB eine stärkere Rolle für sich reklamiert<sup>46</sup>. Die Kommission will im Herbst 2009 konkrete Gesetzesvorschläge machen.

Fortschritte machte die EZB bei dem für die Finanzmarktstabilität bedeutsamen Vorhaben, die integrierte Wertpapierplattform „TARGET2 Securities“ (T2S) aufzubauen. T2S, das bis Juni 2013 in Betrieb gehen soll, beruht auf einer einheitlichen technischen Plattform, die im Auftrag der EZB von vier Zentralbanken der Euro-Staaten (Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France und Banca d'Italia) betrieben wird. Nach langem Widerstand aus der Wertpapierbranche gelang es der EZB, am 16. Juli 2009 eine Absichtserklärung mit den privatwirtschaftlich organisierten Zentralverwahrgesellschaften aus den 16 Euro-Staaten, dem Vereinigten Königreich, Dänemark, Schweden, Estland, Lettland, Litauen, Rumänien sowie der Schweiz und Island zu unterzeichnen.<sup>47</sup> Darin erklären sich die Zentralverwahrer grundsätzlich bereit, Wertpapiertransaktionen in Euro-Zentralbankgeld über T2S abzuwickeln. Der Vorschlag Frankreichs, die EZB solle außerdem das europäische Clearing von Kreditausfallderivaten (Credit Default Swaps, CDS) übernehmen<sup>48</sup>, wurde nicht verwirklicht, da sich die Derivatebranche auf Druck von Kommission und EZB bereit erklärte, bis Ende Juli 2009 zentrale Clearingstellen auf privater Basis zu schaffen.<sup>49</sup> Zentrales Clearing von CDS unter europäischer Aufsicht ist eine wichtige Voraussetzung, damit das Vertrauen in diesen von der Lehman-Pleite besonders betroffenen Markt zurückkehrt.

42 Vgl. F.T., 22.1.2009, S. 4: „Trichet ready to supervise banks“.

43 Vgl. F.T.D., 26.2.2009, S. 17: „EU scheut radikale Aufsichtsreform“.

44 Vgl. F.T.D., 2.3.2009, S. 17: „Notenbanker streiten über Finanzaufsicht“; F.T.D., 16.4.2009, S. 16: „Bundesbank gegen EU-Reformpläne für Aufsicht“.

45 Vgl. S.Z., 7.4.2009, S. 23: „Briten schießen quer“.

46 Vgl. Bini Smaghi, F.T., 22.6.2009, S. 7: „Europe cannot ignore its financial trilemma.“

47 Vgl. F.A.Z., 17.7.2009, S. 23: „Briten und Schweizer machen bei EZB-Plattform mit“.

48 Vgl. F.T.D., 21.1.2009, S. 16: „EZB soll Derivatemarkt zähmen“.

49 Vgl. F.T.D., 20.2.2009, S. 21: „Banken beugen sich Brüsseler Druck“.

**Weiterführende Literatur**

Dyson, Kenneth: *The Euro at 10. Europeanization, Power, and Convergence*, Oxford 2008.

Europäische Zentralbank: *Jahresbericht 2008*, Frankfurt am Main 2009.

Europäische Zentralbank: *The ECB's Advisory Role. Overview of Opinions (1994-2008)*, Frankfurt am Main, Mai 2009.

Europäische Zentralbank: *The Euro at Ten – Lessons and Challenges*, Frankfurt am Main 2009.

Marsh, David: *The Euro. The Politics of the New Global Currency*, New Haven/London 2009.