

Europäische Zentralbank

Martin Selmayr¹

„Es ist zwecklos, gegen den Euro zu spekulieren. [...] Es ist zwecklos, denn der Euro wird bleiben, und er ist unumkehrbar.“ Diese Worte von Mario Draghi, seit November 2011 dritter Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), auf der EZB-Presskonferenz am 2. August 2012, zeugten von der Ernsthaftigkeit der Lage, in der sich die Gemeinschaftswährung im vierten Jahr der Finanz- und Staatsschuldenkrise befand², zugleich aber auch von der Entschlossenheit der Frankfurter Währungshüter, alles zu tun, was zur Stabilisierung des Euro erforderlich war. Auslöser für die neue Phase der Krise war die sich ab Oktober 2011 praktisch wöchentlich verstärkende Ungewissheit über die Zukunft der einheitlichen Währung. Zwar brachten mehrere Krisengipfel neue Beschlüsse der Eurostaaten, um die Haushaltsdisziplin zu stärken und die Einsatzmöglichkeiten des 2010 geschaffenen „Rettungsschirms“ zu erweitern. Die Umsetzung dieser stets ratifizierungspflichtigen Beschlüsse benötigte aber Zeit und wurde von der ungelösten Situation des überschuldeten Griechenlands belastet. Denn obwohl sich die Eurostaaten im Juli 2011 auf ein zweites Hilfspaket in Höhe von 130 Mrd. Euro und eine teilweise Umstrukturierung der Schulden Griechenlands gegenüber dem Privatsektor verständigten, gelang es über Monate nicht, die griechischen politischen Kräfte zu den im Gegenzug erforderlichen Reformen zu bewegen. Eine (nach wenigen Tagen zurückgezogene) Referendumsdrohung von Premierminister Giorgos Papandreu Ende Oktober 2011 sowie Neuwahlen am 6. Mai und 17. Juni 2012, die nur mit Mühe eine von drei Parteien getragene Regierung ins Amt brachten, verstärkten den Eindruck, dass ein „Grexit“ – ein Ausscheiden Griechenlands aus dem Euro – eine zwar nicht gewünschte, aber doch zunehmend relevante Option sei. Die dadurch ausgelöste Unsicherheit griff auf weitere Eurostaaten über. Am 27. Juni 2012 stellte Zypern, dessen Banken besonders von der griechischen Situation abhängig sind, einen Antrag auf ein Hilfsprogramm. Am selben Tag musste auch Spanien, das unter Premierminister Mariano Rajoy nach einigem Zögern einen Reformkurs eingeleitet hatte, einsehen, dass es seine im Immobilienboom in Schieflage geratenen Banken nicht aus eigener Kraft retten konnte, und Finanzhilfen von bis zu 100 Mrd. Euro beantragen.

Gleichzeitig beobachtete die EZB im zehnten Jahr nach Einführung des Euro-Bargeldes eine fortschreitende Fragmentierung der Finanzierungsbedingungen im Euroraum.³ Der Anteil von grenzüberschreitend gewährten Geldmarktkrediten sank von dem in der Währungsunion bis Mitte 2011 üblichen Anteil von 60% auf 40%; die grenzüberschreitende Verwendung von Sicherheiten, die 2006 noch bei 50% lag, ging bis Mitte 2012 sogar auf 20% zurück – Anzeichen für besorgniserregende Funktionsstörungen in der Währungsunion, negative Rückkoppelungen zwischen Staatsschulden und Bankenverbindlichkeiten und eine Kapitalflucht aus den Krisenländern, die auch in den wachsenden Salden

1 Dieser Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Verfassers wieder.

2 Berichtszeitraum: August 2011 bis August 2012.

3 EZB, Heterogenität der Finanzierungsbedingungen, Monatsbericht, August 2012, S. 67.

zwischen den Zentralbanken der nördlichen und südlichen Eurostaaten im Target2-Zahlungssystem der EZB zum Ausdruck kam.⁴ Die Anleihemärkte zeigten ebenfalls eine Nord-Süd-Spaltung: Spanien musste im Juli 2012 auf seine Zehn-Jahres-Anleihen 7,75%, Italien mehr als 6,7% Zinsen zahlen, während sich Deutschland und Finnland zu negativen Zinsen refinanzieren konnten. Die Märkte bewerteten offenbar einzelne Eurostaaten nicht mehr allein nach deren Leistungsfähigkeit, sondern preisten neuerdings ein „Reversibilitätsrisiko“ ein, also die Wahrscheinlichkeit, dass ein Eurostaat aus der Währungsunion ausscheiden werde. Die Krise drohte damit, zu einer wirklichen „Euro-Krise“ zu eskalieren, in der der Euro selbst (jedenfalls in seiner aktuellen Zusammensetzung) auf dem Spiel stand – was einige Medien zu Horrorszenarien inspirierte.⁵ Für die EZB machten es diese Rahmenbedingungen immer schwieriger, eine für alle 17 Eurostaaten gleichermaßen wirkungsvolle Geldpolitik zu betreiben, zumal der Euroraum ab Mitte 2012 erneut in eine milde Rezession geriet. Zunehmend wurde die EZB dabei Gegenstand des politischen Streits. Während deutsche Ordnungspolitiker ihr monetäre Staatsfinanzierung vorwarfen⁶, lobte das Europäische Parlament „das entschlossene und offensive Vorgehen der EZB“⁷, spanische Politiker beschimpften sie aber wegen ihrer Zurückhaltung als „Untergrundbank“⁸. Die EZB machte wieder und wieder deutlich, dass neben entschlossener Krisenbekämpfung nur eine umfassende Reform der Wirtschafts- und Währungsunion die Stabilität und Irreversibilität des Euro auf Dauer garantieren könne.

Die neue EZB-Spitze um Mario Draghi

Das Ende der achtjährigen Amtszeit von Jean-Claude Trichet am 31. Oktober 2011 an der Spitze der EZB war für die 13 Jahre alte Organisation mit ihren mittlerweile 1.609 Mitarbeitern ein wichtiger Einschnitt. Trichet hatte die EZB stark geprägt und sie seit Ausbruch der globalen Finanzkrise im August 2007 zu einem zentralen Akteur der Krisenbekämpfung gemacht. Oft war er die bestimmende Persönlichkeit auf den Krisengipfeln der Staats- und Regierungschefs. In diesem Zusammenhang hatte Trichet im EZB-Rat einige unorthodoxe Entscheidungen durchgesetzt, so insbesondere das Programm für die Wertpapiermärkte („Securities Market Programme“, SMP) vom Mai 2010, gemäß dem die EZB Anleihen von Eurostaaten im Gegenwert von 211 Mrd. Euro auf dem Sekundärmarkt erwarb. Diese Entscheidung, die die EZB in Deutschland dem Vorwurf der Staatsfinanzierung aussetzte, hatte ihren Preis: Nachdem Ende April 2011 bereits Bundesbankpräsident Axel Weber, der gegen das SMP öffentlich opponiert hatte, zurückgetreten war, reichte im September 2011 – nach Wiederaufnahme des Programms zur Bekämpfung überhöhter Anleihezinsen für Spanien und Italien – auch Jürgen Stark, ehemaliger Bundesbanker und seit 2006 EZB-Chefvolkswirt, bei Trichet seinen Rücktritt „aus persönlichen Gründen“ ein.

Für den neuen EZB-Präsidenten Draghi bedeutete dies keine leichte Ausgangssituation. Angesichts der skeptischen Haltung der inflationsaversen deutschen Bevölkerung gegenüber der EZB und ihrem italienischen Präsidenten musste ihm an einem konstruktiven Verhältnis zum neuen Bundesbankpräsidenten Jens Weidmann, vormals wirtschaftspolitischer

4 EZB, Jahresbericht 2011, S. 37, Kasten 4.

5 Symptomatisch F.T.D., 2.12.2011, S. 1: „Europa am Abgrund“.

6 So Ex-EZB-Direktor Stark, Handelsblatt, 28.8.2012, S. 1: „Auf dem Weg in eine andere Geldordnung“.

7 Europäisches Parlament, Resolution v. 1.12.2011 zum EZB-Jahresbericht 2010, Ziff. 17.

8 So Spaniens Außenminister García-Margallo, F.A.Z., 26.7.2012, S. 3: „Die spanische Misere“.

Berater von Bundeskanzlerin Angela Merkel, gelegen sein. Denn öffentliche Opposition in der größten Volkswirtschaft des Euroraums konnte sich die EZB auf Dauer nicht leisten. In den ersten Monaten seiner Amtszeit bemühte sich Draghi daher um einen konsensualen Führungsstil, um seine Politik im EZB-Rat und in der Öffentlichkeit auf eine breite Basis zu stellen. Dabei half ihm, dass parallel zu seinem Amtsantritt das sechsköpfige EZB-Direktorium aufgrund mehrerer Personalwechsel vom Europäischen Rat fast vollständig erneuert werden musste:

- Bereits im Mai 2011 hatte das turnusmäßige Ausscheiden der Österreicherin Gertrude Tumpel-Gugerell zur Ernennung des belgischen (und in Deutschland aufgewachsenen) Notenbankers Peter Praet geführt.
- Der Rücktritt Starks zum Jahresende 2011 ermöglichte die Berufung des Deutschen Jörg Asmussen, vormals Staatssekretär im deutschen Bundesfinanzministerium.
- Ebenfalls zum Jahresende 2011 schied Lorenzo Bini Smaghi aus dem Direktorium aus. Zwar hatte sich die EZB-Spitze unter Berufung auf ihre Unabhängigkeit gegen die polit-geographische Logik gewehrt, dass die Ernennung eines italienischen Präsidenten den Rücktritt des bisherigen italienischen Direktoriumsmitglieds zur Folge haben müsse. Bini Smaghi blieb deshalb demonstrativ zwei Monate über die Ernennung Draghis hinaus im Amt, so dass dem Direktorium im November und Dezember 2011 zwei Italiener angehörten. Erst Anfang 2012 wechselte Bini Smaghi an die Universität Harvard und machte so den Weg frei für die Ernennung des Ökonoms Benoît Cœuré, zuvor hoher Beamter im französischen Finanzministerium.
- Schließlich endete im Mai 2012 die Amtszeit des Spaniers José Manuel González-Páramo. Ihm nachfolgen soll Yves Mersch, seit 1998 Chef der Zentralbank Luxemburgs und dienstältester Zentralbanker im Euroraum. Der Europäische Rat konnte sich zunächst nicht auf Mersch verständigen, weshalb der sechste Sitz im Direktorium für mehrere Monate unbesetzt blieb. Denn trotz seiner besseren Qualifikation gegenüber dem spanischen Kandidaten Antonio Sáinz de Vicuña, dem eher technokratischen EZB-Chefjuristen, wehrte sich Spanien dagegen, erstmals nicht im Direktorium „vertreten“ zu sein. Da Spanien allerdings zur selben Zeit mit den übrigen Eurostaaten ein Hilfsprogramm für seine Banken aushandelte, war seine Position geschwächt. Dies ermöglichte die Nominierung Merschs nicht auf Grund seiner Nationalität, sondern seiner Reputation und Erfahrung in Währungs- und Bankfragen, wie in Artikel 283 Absatz 2 AEU-Vertrag vorgesehen. Ein System, das den vier größeren Eurostaaten einen „ständigen Sitz“ im Direktorium garantieren würde, ist also nicht nur vertragsfremd, sondern lässt sich auch in der Praxis nicht durchsetzen. Der Amtsantritt Merschs verzögerte sich dennoch bis in den Herbst 2012, da das Europäische Parlament (das vor der Ernennung zu konsultieren war) beanstandete, dass das Direktorium nun ausschließlich aus Männern bestehe und Zusagen für eine stärkere Berücksichtigung weiblicher Kandidaten einforderte.

Aus der Trichet-Ära blieb nur der im Mai 2010 ernannte portugiesische Vizepräsident Vítor Constâncio. Da die Amtszeit aller Direktoriumsmitglieder acht Jahre beträgt, ist daher auf lange Sicht personelle Kontinuität an der Spitze der EZB sichergestellt. Dies dürfte es Draghi erleichtern, die EZB zu „seiner“ Organisation zu machen, stärkt aber auch die Unabhängigkeit der EZB insgesamt gegenüber der Politik. Denn die neue EZB-Spitze wird wohl die Amtszeit der meisten gegenwärtigen Staats- und Regierungschefs im Euroraum überdauern.

Einen ersten Beweis seiner Unabhängigkeit lieferte Draghi, als er die Ressorts im Direktorium verteilte. Dabei übertrug er trotz anders lautender Forderungen aus Deutschland die Verantwortung für die volkswirtschaftliche Abteilung nicht dem Deutschen Asmussen, sondern dem Belgier Praet. Nach Otmar Issing und Stark ist somit der EZB-Chefvolkswirt erstmals seit Gründung der EZB kein Deutscher, was Bundesbanker bedauern mögen, aber auch belegt, dass es in der EZB keine „nationalen Erbhöfe“ gibt. Asmussen erhielt die Aufgabe, als „EZB-Außenminister“ gegenüber europäischen und internationalen Institutionen zu fungieren und Draghi zu Tagungen des Europäischen Rates und „Euro-Gipfeln“ zu begleiten, während Cœuré mit der Verantwortung für Finanzmarktoperationen betraut wurde. Weniger „deutsch“ als bisher ist die neue EZB-Spitze nicht, zumal man sowohl den Luxemburger Mersch als auch den Belgier Praet (mehr noch als Asmussen) zu den stabilitätsorientierten „Falken“ zählen kann. Konflikte zwischen der Linie des neuen EZB-Präsidenten und Bundesbankpräsident Weidmann blieben dennoch nicht aus.⁹ Die dabei sichtbar werdende Isolation des Bundesbankpräsidenten führte in Deutschland zu Überlegungen, den im Maastrichter Vertrag verankerten Grundsatz „Ein Mitglied, eine Stimme“ im EZB-Rat zu ändern und stattdessen eine Stimmgewichtung anhand des von den nationalen Zentralbanken eingezahlten Kapitalanteils vorzunehmen.¹⁰ Der Bundesbankpräsident hätte so ein Stimmgewicht von 27% anstatt nur eine von 23 Stimmen. Rechtlich gesehen nehmen allerdings die Mitglieder des EZB-Rats an diesem nicht als Vertreter ihrer Institution, sondern in persönlicher Eigenschaft teil.¹¹ Zudem würde eine am Kapitalanteil ausgerichtete Stimmverteilung die Zentralbankpräsidenten, die regelmäßig Unterstützer eines stabilitätsorientierten Kurses sind, jedoch aus kleineren Eurostaaten (z.B. Finnland, Luxemburg, den Niederlanden, Estland) stammen, erheblich schwächen. Wer ein Interesse an einer stabilitätsorientierten, von nationalen Interessen unabhängigen EZB hat, sollte daher besser auf mittlere Sicht ein kleineres, effizienteres geldpolitisches Entscheidungsgremium anstreben, in dem – nach dem Vorbild des Federal Open Market Committee der US Fed – die Mitglieder des Direktoriums gegenüber den nationalen Zentralbankpräsidenten eine Mehrheit hätten.

Draghis Geldpolitik: Zinssenkungen und „Dicke Bertha“

Unter Draghi führte die EZB die am Ziel der Preisstabilität orientierte Geldpolitik der Trichet-Ära fort, setzte aber rasch auch eigene Akzente. Während Trichet in seinen letzten Monaten im Amt das SMP für den (sterilisierten) Kauf italienischer und spanischer Staatsanleihen reaktiviert und im Oktober 2012 ein neues Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (sog. „Covered Bond Purchase Programme 2“, CBPP2) mit einem Volumen von 40 Mrd. Euro aufgelegt hatte, machte Draghi nach der ersten Sitzung des EZB-Rats unter seiner Leitung öffentlich, dass das SMP sowohl zeitlich als auch dem Volumen nach begrenzt sei.¹² Die EZB reduzierte in der Folge den Einsatz des SMP und führte ab März 2012 keine Interventionen mehr durch. Hierin konnte man eine taktische Orientierung hin zur orthodoxen Linie der Bundesbank sehen. Vor allem aber hatte der Pragmatiker Draghi erkannt, dass das SMP weitgehend wirkungslos geblieben war. So hat-

9 Der Spiegel, 5.3.2012, S. 20: „Der Riss“; F.A.Z., 2.8.2012, S. 3: „Duell der Notenbanker“.

10 F.A.Z., 28.8.2012, S. 13: „Schwelender Streit über EZB-Stimmrechte“.

11 Kritisch F.A.Z., 21.11.2011, S. 12: „Die EZB als Zins-Basar“.

12 So Draghi auf der EZB-Pressekonferenz v. 3.11.2011. Die vom EZB-Rat alle zwei Wochen festgelegte Obergrenze für Anleihekäufe lag im November 2011 bei ca. 20 Mrd. Euro; vgl. FAZ, 18.11.2011, S. 23.

ten die Interventionen am italienischen Anleihemarkt im Sommer 2011 zwar die Anleihezinsen etwas senken können, zugleich aber zu einem Nachlassen der Reformbemühungen des damaligen Premierministers Silvio Berlusconi geführt. Draghi schloss daraus, dass Interventionen der EZB nur Erfolg haben, wenn sie dazu dienen, glaubwürdige politische Reformen zu flankieren, nicht aber diese zu ersetzen. Draghis Hauptsorge galt zunächst der infolge neuer Spannungen an den Anleihemärkten im Herbst 2011 erheblich reduzierten Kreditvergabe im Euroraum und der damit einhergehenden Eintrübung der Konjunkturaussichten. Er begegnete dem mit einer Kombination von klassischer Geldpolitik und Sondermaßnahmen („enhanced credit support“):

- Der erste von Draghi geleitete EZB-Rat am 3. November 2011 beschloss, den Leitzins – den die EZB unter Trichet im Versuch, zur Normalität zurückzukehren, im April und Juli 2011 in zwei Schritten von 1,00% auf 1,5% erhöht hatte – nun um 25 Basispunkte auf 1,25% zu verringern. Mit dieser „Zinswende“ schaltete die EZB erneut auf Krisenmodus.
- Draghis erste Sondermaßnahme war eine konzertierte Aktion mit anderen Notenbanken am 30. November 2011, mit der dem globalen Finanzsystem Liquidität in US-Dollar zugeführt wurde. Dazu schloss die EZB mit der US Fed sowie den Zentralbanken Japans, Englands, Kanadas und der Schweiz neue Swap-Abkommen und senkte zugleich den Zinssatz in den seit Krisenbeginn bestehenden Abkommen um 50 Prozentpunkte.
- Am 8. Dezember 2011 senkte der EZB-Rat den Leitzins erneut auf nun 1,00%. Am selben Tag kündigte Draghi an, erstmals in der EZB-Geschichte den Banken unbegrenzt Liquidität zum Leitzins für einen Zeitraum von drei Jahren zur Verfügung zu stellen. Dazu bot die EZB zwei zusätzliche dreijährige Refinanzierungsgeschäfte (sog. „long-term refinancing operation“, LTRO) als Mengentender mit Vollzuteilung an. Vor der Krise liefen solche Tender maximal über drei Monate, seither maximal über ein Jahr. Mit dem ersten Drei-Jahres-Tender am 21. Dezember 2011 befriedigte die EZB einen Liquiditätsbedarf von 489,2 Mrd. Euro mit dem zweiten am 29. Februar 2012 einen Bedarf von weiteren 629,5 Mrd. Euro – insgesamt also von 1,1 Bio. Euro. Nachdem Politik und Marktteilnehmer die EZB immer wieder aufgefordert hatten, eine geldpolitische „Bazooka“ (eine raketentriebene Panzerabwehrwaffe) einzusetzen, verglich Draghi die neuen LTROs gegenüber der deutschen Presse mit der „Dicken Bertha“¹³, einem vom Unternehmen Krupp entwickelten Mörser, der im Ersten Weltkrieg zur Bekämpfung von Festungsanlagen eingesetzt worden war. Draghis „Dicke Bertha“ löste die Liquiditätsschwierigkeiten vor allem der italienischen, spanischen und französischen Banken und schaffte insgesamt Vertrauen. Dass einige Banken die frische Liquidität nutzten, um sie in spanische und italienische Staatsanleihen zu investieren und aus der Differenz zwischen niedrigen EZB-Zinsen und hohen Anleihezinsen Gewinn zu ziehen (ein nach dem damaligen französischen Präsidenten Nicholas Sarkozy auch „Sarko-Trade“ genanntes Carry-Trade-Geschäft), wurde von der EZB in Kauf genommen, auch wenn dies die problematische Koppelung von Bankenverbindlichkeiten an Staatsschulden verstärkte.

13 Vgl. das Draghi-Interview in F.A.Z., 24.2.2012, S. 14: „Stabile Preise ohne monetäre Staatsfinanzierung“.

- Ebenfalls am 8. Dezember 2011 senkte die EZB ihren Mindestreservesatz von 2% auf 1%, halbierte also die von Banken bei der Zentralbank zu unterhaltenden Pflichteinlagen. Die EZB setzte so Liquidität im Umfang von weiteren 100 Mrd. Euro frei.
- Am 8. Dezember 2011 beschloss die EZB außerdem eine weitere temporäre Lockerung des Rahmens für die von ihr bei Refinanzierungsgeschäften akzeptierten Sicherheiten. Sie setzte zunächst die Bonitätsschwellen für solche Asset-Backed Securities (ABS) herab, deren zugrundeliegende Vermögenswerte aus Wohnungsbauhypotheken oder Krediten an kleinere und mittlere Unternehmen bestanden. Ferner erlaubte die EZB es den nationalen Zentralbanken, vorübergehend bestimmte nicht notleidende Kreditforderungen – sog. „additional performing credit claims“ (ACCs) – als Sicherheiten auf eigenes Risiko anzunehmen, sofern dies gemäß Zulassungskriterien und Risikokontrollen (mit Risikoabschlägen von durchschnittlich 53%) erfolgte, die der EZB-Rat genehmigte. Nach einer solchen Genehmigung machten die Zentralbanken Irlands, Spaniens, Frankreichs, Italiens, Zyperns, Österreichs und Portugals von dieser Möglichkeit Gebrauch, um ACCs im Gesamtwert von ca. 200 Mrd. Euro zu akzeptieren. Erstmals gestattete die EZB so eine begrenzte regionale Differenzierung der Geldpolitik. Angesichts der zunehmenden Fragmentierung des Finanzmarkts war dies wohl eine notwendige Maßnahme, um vorübergehend die gezielte Transmission der Geldpolitik in den Krisenstaaten sicherzustellen. Allerdings können solche Differenzierungen den Wettbewerb zwischen Kreditinstituten verzerren und sind daher mit einer einheitlichen Geldpolitik auf Dauer nicht zu vereinbaren.
- Um Kritik vor allem der Bundesbank an einer zu großzügigen Sicherheitenpolitik entgegenzukommen¹⁴, befreite die EZB im März 2012 die nationalen Zentralbanken von der Pflicht, staatlich garantierte Bankanleihen als Sicherheiten anzunehmen, wenn diese durch einen Eurostaat garantiert wurden, der Finanzhilfen von EU oder IWF erhielt – eine Differenzierungsoption, von der die Bundesbank umgehend Gebrauch machte; seit dem 10. Mai 2012 akzeptiert sie keine ungedeckten Bankschuldverschreibungen aus Griechenland, Portugal und Irland. Am 3. Juli 2012 begrenzte die EZB dann grundsätzlich die Möglichkeit von Banken, sich über staatlich garantierte Anleihen zu refinanzieren. Sie beschloss, keine Papiere mehr als Sicherheit zu akzeptieren, die von Banken herausgegeben und von Staaten oder staatsähnlichen Institutionen garantiert werden. Nur in Ausnahmefällen kann der EZB-Rat von dieser Regel abweichen. Eine Bank, die dies beantragt, muss allerdings einen Finanzierungsplan vorlegen.
- Am 22. Juni 2012 lockerte die EZB ihren Sicherheitenrahmen erneut, indem sie nun auch ABS gedeckt durch Autokredite, gewerbliche Hypothekenkredite, Leasingverträge und Konsumentenkredite für Refinanzierungsgeschäfte zuließ und damit zusätzliche Liquidität von rund 100 Mrd. Euro freisetzte. Dabei schrieb sie allerdings je nach Bonität Bewertungsabschläge von 16%, 26% bzw. 32% vor. Sie erlaubte darüber hinaus als weitere regionale Differenzierungsoption, dass nationale Zentralbanken vorübergehend zusätzliche, weniger abgesicherte ABS akzeptieren konnten, sofern diese vor dem 20. Juni 2012 ausgegeben wurden und einem Bewertungsabschlag von 32% unterlagen.

14 F.A.Z., 1.3.2012, S. 9: „Die Bundesbank fordert von der EZB bessere Sicherheiten“.

- Am 5. Juli 2012 senkte die EZB ihren Leitzins erneut um 25 Basispunkte auf 0,75% und unterschritt damit erstmals 1%. Für die EZB gibt es in Krisenzeiten offenbar keine Zinsuntergrenze. Sie senkte ferner den Zinssatz für ihre Einlagefazilität auf 0%. Banken, die überschüssiges Geld über Nacht bei der EZB parkten, erhielten dafür nun keinerlei Vergütung mehr. Die EZB wollte Banken so einen Anreiz geben, das ihnen im Rahmen der dreijährigen LTROs zur Verfügung gestellte Geld nicht bei ihr zu deponieren – im Februar 2012 wurde die Einlagefazilität mit über 800 Mrd. Euro beansprucht –, sondern an andere Banken zu verleihen.

Trotz großer Unsicherheit im Markt konnte die EZB mit ihren dreijährigen LTROs eine Kreditklemme im Euroraum verhindern und somit für weitere politische Krisenmaßnahmen jedenfalls Zeit kaufen¹⁵. Ihre Bilanz hat die EZB durch die „Dicke Bertha“ und den gelockerten Sicherheitenrahmen allerdings erheblich auf 15% des BIP des Euroraums ausgeweitet. Zum Vergleich: Die US Fed und die Bank von England haben ihre Bilanz in der Krise durch den massiven Ankauf von Staatsanleihen¹⁶ auf 19 bzw. 21% des jeweiligen BIP ausgeweitet. Zu der vor allem in Deutschland befürchteten inflationären Wirkung der Draghischen „Kreditschwemme“ ist es jedoch bisher nicht gekommen, im Gegenteil: Lag die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum bei Draghis Amtsantritt noch bei 3% (in Deutschland: 2,8%), sank sie bis Juli 2012 auf 2,4% (in Deutschland: 1,7%) und soll 2013 auf 1,0 bis 2,2% fallen. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3, die im 4. Quartal 2011 2,2% betragen hatte, erreichte im Juli 2012 3,8% und blieb damit – verglichen mit dem EZB-Referenzwert von 4,5% – moderat. Angesichts eines erwarteten Wachstums des realen BIP von -0,5 bis -0,3% 2012 und einer Arbeitslosenrate von 11,2% im Euroraum (2013: 11,4%) bestehen auf mittlere Sicht keine Aufwärtsgefahren für die Preisstabilität – von der EZB definiert als Inflationsrate von unter, aber nahe 2%. Rechtlich gesehen durfte und musste die EZB somit gemäß ihrem im AEU-Vertrag niedergelegten Mandat tätig werden, um die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union zu unterstützen und zu den Maßnahmen auf dem Gebiet der Stabilität des Finanzsystems beizutragen (Artikel 127 Absatz 1 Satz 2, Absatz 5 AEU-Vertrag).

Krisenbekämpfung, Schuldenschnitt: Die EZB zwischen Geld- und Fiskalpolitik

Über ihre geldpolitische Rolle hinaus wirkte die EZB auch unter Draghi an den „Rettungsmaßnahmen“ für in Schwierigkeiten geratene Eurostaaten mit. Maßgeblich beteiligte sich die EZB in der „Troika“ mit Kommission und IWF an der regelmäßigen Beurteilung der Reform- und Konsolidierungsfortschritte in Irland, Portugal und Griechenland. Im Unterschied zu Griechenland konnten dabei Portugal und Irland unter dem „Rettungsschirm“ erste Erfolge bei den von der Bevölkerung weitgehend mitgetragenen Reform- und Konsolidierungsanstrengungen erzielen. Portugal erreichte 2012 als erstes „Programmland“ einen Primärüberschuss, hatte also – vor Abzug der Schuldzinsen – höhere Einnahmen als Ausgaben. Irland konnte im Juli 2012 sogar mit einer Fünf-Jahres-Anleihe an den Kapitalmarkt zurückkehren und dort bessere Bedingungen erzielen als Spanien und Italien.

Auch unter Draghi war der EZB allerdings daran gelegen, dass die Eurostaaten mit Mitteln der Fiskalpolitik rasch effiziente und flexible Hilfsinstrumente zur Verfügung stell-

15 Jean Pisany-Ferry/Guntram B. Wolff, Propping Up Europe, Bruegel Policy Contribution 2012/07, S. 7 ff.

16 Der Ankauf von Staatsanleihen macht bei US Fed und Bank von England 103 bzw. 116% des Bilanzwachstums aus, bei der EZB nur 20%; vgl. Pisany-Ferry/Wolff, Bruegel Policy Contribution 2012/07, S. 6.

ten und so die EZB, die mit ihren Sondermaßnahmen beachtliche Risiken auf sich nahm, wieder entlasteten. Als der Europäische Rat am 21. Juli 2011 die vorläufige Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) – ebenso wie ihren Nachfolger, den permanenten Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM)¹⁷ –, in die Lage versetzte, selbst am Primär- und Sekundärmarkt für Staatsanleihen zu intervenieren, ermöglichte dies der EZB, ihre Anleihekäufe zurückzuführen. Überlegungen, dass der künftige ESM eine Banklizenz erhalten, sich wie eine Bank bei der EZB refinanzieren und so seine „Feuerkraft“ erhöhen könne, erteilte die EZB eine Absage. Nach seiner gegenwärtigen Struktur ist der ESM keine Bank, die Kredite an die Realwirtschaft vergibt, sondern ein Instrument zur Kreditfinanzierung von Staaten. Einer Zulassung des ESM als EZB-Geschäftspartner – wie von der EZB im Mai 2009 für die Europäische Investitionsbank beschlossen – steht daher das Verbot der monetären Finanzierung gemäß Artikel 123 AEU-Vertrag entgegen, wie die EZB in einer Stellungnahme festhielt.¹⁸

Die Verantwortung der Fiskalpolitik betonte die EZB vor allem bei der teilweisen Umstrukturierung der griechischen Staatsschulden, die im März 2012 durchgeführt und zu einem „freiwilligen“ Verzicht der privaten Gläubiger Griechenlands auf rund 75% des Werts der von ihnen gehaltenen griechischen Anleihen führte. Die griechische Regierung stand zu diesem Zeitpunkt übergangsweise unter der Leitung des früheren EZB-Vizepräsidenten Lucas Papademos. Die EZB hatte sich lange gegen eine Beteiligung privater Gläubiger („private sector involvement“, PSI) wegen der davon befürchteten Ansteckungseffekte gewehrt. Sie sorgte nun dafür, dass die von ihr im Rahmen ihrer geldpolitischen Maßnahmen (Refinanzierungsgeschäfte und SMP) erworbenen griechischen Staatsanleihen nicht – wie vom IWF gefordert – vom Schuldenschnitt erfasst, sondern vor dem Stichtag in neue Anleihen zum gleichen Nennwert umgetauscht wurden.¹⁹ Während des Schuldenschnitts, den die Märkte wie erwartet als teilweisen Zahlungsausfall werteten, nahm die EZB griechische Staatsanleihen nur unter der Bedingung weiter als Sicherheiten an, dass diese durch eine spezielle Zusage der Eurostaaten seitens der EFSF (sog. „Collateral Enhancement“²⁰) im Umfang von 35 Mrd. Euro versichert wurden. Als diese Versicherung im Juli 2012 auslief, beendete die EZB die Entgegennahme von griechischen Staatsanleihen bis auf weiteres. Im Sommer 2012 konnten sich die griechischen Banken daher nur noch im Rahmen der von der EZB tolerierten „Emergency Liquidity Assistance“ (ELA) refinanzieren, die von der griechischen Notenbank in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung (Artikel 14.4 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, sog. ESZB-Satzung) angeboten wurde.²¹ Ergeben sich daraus negative Auswirkungen für die Geldpolitik, kann der EZB-Rat die Fortsetzung der ELA mit Zwei-Drittel-Mehrheit untersagen – was allerdings den Zusammenbruch des griechischen Bankensystems und wohl auch das Ausscheiden Griechenlands aus dem Euro zur Folge hätte. Wie schon sein Vorgänger Trichet steht auch Draghi auf dem Standpunkt, dass ein solcher Schritt die Glaubwürdigkeit der Eurozone unwiederbringlich beschädigen würde. „Das ist im Vertrag nicht vorgesehen“, so beantwortete Draghi knapp auf seiner ersten EZB-Pressekonferenz eine Journalistenfrage nach dem „Grexit“. Es ist daher zu

17 Vgl. EZB, Der Europäische Stabilitätsmechanismus, Monatsbericht, Juli 2011, S. 76.

18 Vgl. EZB-Stellungnahme CON/2011/24 v. 17.3.2011, EU-Amtsblatt C Nr. 140, 11.5.2011, S.8, Ziff. 9.

19 F.T.D., 17.2.2012, S. 17: „Europas Notenbanken bringen Griechen-Bonds in Sicherheit“.

20 Vgl. die Stellungnahme der Staats- und Regierungschefs der Eurostaaten und der EU-Organe v. 21.7.2011.

21 Vgl. F.T., 21.8.2012, S. 21, wonach die griechische ELA bislang insgesamt 106,3 Mrd. Euro betrug.

erwarten, dass sich EZB und Eurostaaten weiterhin bemühen werden, die Lage in Griechenland mit einer Mischung aus Druck und Finanzhilfen zum Positiven zu wenden. So deutete die EZB an, dass sie mit den von ihr gehaltenen, deutlich unter dem Nennwert erworbenen Griechenland-Anleihen keinen Gewinn machen, sondern diesen unter den nationalen Zentralbanken verteilen werde, die ihn ihrerseits wie rechtlich vorgesehen an die Eurostaaten ausschütten würden, welche damit Griechenland finanziell unterstützen könnten. Ferner ermöglichte die EZB Griechenland die Ablösung einer von der EZB gehaltenen und am 20. August 2012 fällig werdenden Anleihe, indem sie eine Erhöhung der von der Bank von Griechenland gewährten wöchentlichen ELA von 3 auf 7 Mrd. Euro genehmigte. Die griechische Regierung konnte so die Rückzahlung der Anleihe dadurch finanzieren, dass sie kurzlaufende Geldmarktpapiere über 4 Mrd. Euro begab, die allesamt von griechischen Banken erworben und bei der Bank von Griechenland als ELA-Sicherheiten hinterlegt wurden. Teilweise wurde diese von der EZB ermöglichte Zwischenfinanzierung als Monetisierung von Staatsschulden kritisiert. Sie stellte jedoch vor allem eine Verlagerung griechischer Schulden von der EZB auf die griechische Notenbank dar, reduzierte also das finanzielle Risiko der EZB.

Die EZB als Schrittmacher weiterer Integrationsschritte

Unter Draghi machte sich die EZB mehr noch als unter Trichet zum Anwalt einer umfassenden Reform der Wirtschafts- und Währungsunion und Stichwortgeber für neue Integrationsschritte.²² So war es Draghi, der im Dezember 2011 die Eurostaaten aufforderte, durch einen „Fiskalpakt“ ein verbindliches Glaubensbekenntnis gegen neue Staatsschulden abzugeben, um gegenüber aller Welt ihren Willen deutlich zu machen, die Schuldenkrise zu überwinden²³ – ein Vorschlag, der mit dem Vertrag über Stabilität, Koordinierung und Steuerung in der Wirtschafts- und Währungsunion vom 2. März 2012²⁴ in die Tat umgesetzt wurde; er soll die Neuverschuldung in allen EU-Mitgliedstaaten mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs und der Tschechischen Republik auf 0,5% pro Jahr begrenzen. Es war ebenfalls Draghi, der unterstrich, dass die Eurostaaten neben der notwendigen Konsolidierung mehr Wirtschaftswachstum benötigen, weshalb sie sich in einem „Wachstumspekt“ zu engagierten Strukturreformen verpflichten sollten²⁵ – ein vom Europäischen Rat mit dem „Pakt für Wachstum und Beschäftigung“ am 29. Juni 2012 realisiertes Vorhaben. Es war schließlich Draghi, der darauf hinwies, dass die Käufer von Zehn-Jahres-Anleihen der Eurostaaten die Gewissheit erhalten müssten, dass der Euro in einem Jahrzehnt trotz aller negativen Gerüchte noch bestehen würde und die Eurostaaten deshalb mit einem klaren Zeitplan – nach dem Vorbild des Delors-Plans – den Weg zu einer stärkeren Integration beschreiten sollten.²⁶ Als die Staats- und Regierungschefs daraufhin bei einem Abendessen am 23. Mai 2012 in Brüssel beschlossen, eine Arbeitsgruppe einzusetzen, die bis Jahresende einen konkreten Fahrplan für mittel- und langfristig erforderliche Reformen erarbeiten sollte, gehörte dieser neben den Präsidenten des Europäischen Rates, der Europäischen Kommission und der Eurogruppe auch der EZB-Präsident an – ein Novum in der

22 Vgl. Draghis Artikel „So bleibt der Euro stabil!“, *Die Zeit*, 30.8.2012, S. 1.

23 So Draghi in seiner Anhörung im Plenum des Europäischen Parlaments v. 1.12.2011.

24 EZB, Fiskalpakt für eine stärkere Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht, Mai 2012, S. 85.

25 So Draghi am 25.4.2012 vor dem Wirtschafts- und Währungsausschuss des Europäischen Parlaments.

26 So Draghi am 25.4.2012; Asmussen, Rede v. 21.5.2012: „Eine Europäische Agenda 20...“, sowie Cœuré, Rede v. 20.7.2012: „Short-term crisis management and long-term vision: how Europe responds to the crisis“.

institutionellen Entwicklung der Union. Die vier Präsidenten stellten am 26. Juni 2012 einen Zwischenbericht unter der Überschrift „Auf dem Weg zu einer echten Wirtschafts- und Währungsunion“ vor, in der sie Bausteine einer stärkeren Integration skizzierten. Mit Schützenhilfe der EZB schienen sogar föderalistische Zukunftsvorstellungen wieder salonfähig zu werden²⁷. Dazu gehörte auch die von EZB und Kommission befürwortete „Europäische Finanzmarktunion“²⁸, in der Banken nicht mehr national, sondern auf europäischer Ebene beaufsichtigt und gegebenenfalls stabilisiert bzw. abgewickelt werden. Insofern befürwortete der Bericht der vier Präsidenten eine Übertragung der Bankenaufsicht im Euroraum auf die EZB gemäß Artikel 127 Absatz 6 AEU-Vertrag – ein Vorschlag, dem sich die Staats- und Regierungschefs der Eurostaaten in der Gipfelerklärung vom 29. Juni 2012 anschlossen, wobei sie die zentrale Bankenaufsicht zur Vorbedingung für direkte Bankenrekapitalisierungen aus dem ESM machten, wie sie vor allem Spanien anstrebte. Für die EZB bedeutet dies eine beachtliche Ausweitung ihres Mandats.

Draghi „Masterplan“

Ende Juni 2012 hatte die Politik im Wesentlichen alle Maßnahmen ergriffen, die die EZB gefordert hatte. Der „Fiskalpakt“ war unterzeichnet und von den ersten Vertragsstaaten ratifiziert worden – auch von Irland, wo am 31. Mai 2012 in einer Volksabstimmung 60,3% für die neue Schuldenbremse stimmten. Mit dem ESM-Vertrag vom 2. Februar 2012 hatten die Eurostaaten einen permanenten Hilfsmechanismus mit einem Kreditvolumen von 500 Mrd. Euro geschaffen, der bis Mitte 2013 parallel zur EFSF bestehen sollte. Schließlich hatte der Europäische Rat am 29. Juni 2012 die Weichen für eine Europäische Bankenaufsicht in den Händen der EZB und für eine Bankenrekapitalisierung durch den ESM gestellt. Dennoch kam es nicht zu einer Beruhigung der Märkte, im Gegenteil: Die Lage in den Krisenstaaten spitzte sich weiter zu. Zur Unsicherheit trug bei, dass das Bundesverfassungsgericht am 10. Juli 2012 ankündigte, über Eil-Verfassungsklagen gegen den ESM-Vertrag und den „Fiskalpakt“ erst im Herbst zu entscheiden. Parallel dazu legte das irische Höchstgericht dem Europäischen Gerichtshof die Frage der Vereinbarkeit des ESM-Vertrags mit den EU-Verträgen vor.²⁹ Dem Euroraum stand somit wie schon 2011 ein turbulenter Sommer an den Märkten bevor, da zentrale Beschlüsse zur Krisenbekämpfung nach wie vor auf ihre Umsetzung warteten. Dabei betrug die „Feuerkraft“ der EFSF nach den Hilfsprogrammen für Irland, Portugal, Griechenland, Zypern und die spanische Bankenrettung nur noch ca. 140 Mrd. Euro, während die Anleihezinsen Spaniens und Italiens auf besorgniserregende Höhe stiegen. Die Verschärfung der Krise drohte auch die stabilsten Eurostaaten zu erfassen. Am 24. Juli 2012 senkte die amerikanische Ratingagentur Moody's erstmals den Ausblick für Deutschland, die Niederlande, Luxemburg und die EFSF auf „negativ“.

In dieser kritischen Lage ergriff Draghi die Initiative. Am 26. Juli 2012 sagte er in London: „Im Rahmen unseres Mandats steht die EZB bereit, alles zu tun, was notwendig ist, um den Euro zu bewahren. Und glauben Sie mir, es wird genug sein.“³⁰ Diese verbale Intervention wurde am Tag darauf durch folgende gemeinsame Stellungnahme der deut-

27 Exemplarisch Reding, Kommissions-Vizepräsidentin, F.A.Z., 9.3.2012, S. 10: „Mit einer Vision aus der Krise finden“; sowie Bundesfinanzminister Schäuble, F.A.Z., 23.5.2012, S. 8: „Im Eilschritt zur Volkswahl“.

28 Vgl. Asmussen, Rede v. 21.5.2012: „Eine Europäische Agenda 20...“, S. 5.

29 Anhängig unter der Rs. C-370/12, Pringle. Vgl. F.T., 14.8.2012, S. 6: „Fresh challenge to bailout fund“.

30 Vgl. EZB, Verbatim of the remarks made by Mario Draghi, 26.7.2012.

schen Bundeskanzlerin Merkel und des neuen französischen Staatspräsidenten François Hollande bekräftigt: „Deutschland und Frankreich sind der Integrität der Eurozone zutiefst verpflichtet. Sie sind entschlossen, alles zu tun, um die Eurozone zu schützen.“³¹ Dem schloss sich eine ähnliche Erklärung Hollandes mit dem neuen italienischen Premier Mario Monti an. Die koordinierten Stellungnahmen von Zentralbank und Politik zeigten, dass es über offizielle Gipfelbeschlüsse hinaus eine „Heilige Allianz“³¹ der Führungspersonen des Euroraums gab, um den Euro um jeden Preis zu stabilisieren. Im Zentrum dieser Allianz stand seit seiner London-Rede ohne Zweifel der EZB-Präsident, was die Süddeutsche Zeitung zu folgendem Vergleich veranlasste: „Draghi agiert wie der Euro-Präsident, den die Währungsunion noch nicht hat, aber dringend bräuchte.“³²

Draghis Aussage bedeutete, dass die EZB bereit war, erforderlichenfalls im Rahmen einer konzertierten Aktion mit der EFSF (und später dem ESM) an den Anleihemärkten zu intervenieren. Dies wäre nach den EFSF-Regeln möglich. Danach hat die EZB einen Beobachterstatus bei den Sitzungen des EFSF-Verwaltungsrats, nimmt also stets beratend an der Entscheidungsfindung über Hilfsmaßnahmen teil. Anleihekäufe der EFSF auf dem Sekundärmarkt können dabei nur erfolgen, wenn eine EZB-Analyse außergewöhnliche Marktumstände und Risiken für die Finanzstabilität feststellt. Schließlich kann die EFSF die EZB als Fiskalagenten nutzen, d.h. die EZB kann für die EFSF gemäß Artikel 21.2 ESZB-Satzung an den Finanzmärkten in deren Namen und auf deren Rechnung (also ohne eigenes finanzielles Risiko) tätig werden. Angesichts der Fiskalagent-Funktion der EZB für die EFSF wüssten Marktteilnehmer nie, ob die EZB nun mit Zentralbankgeld, für die EFSF oder in beiden Eigenschaften Anleihen kaufen würde – Spekulationen wären demgegenüber sinnlos. Nach der Sitzung des EZB-Rats am 2. August 2012 präzisierte Draghi seine Aussagen dahingehend, dass vor einer Marktintervention der EZB zunächst ein Antrag des betreffenden Eurostaats bei der EFSF sowie eine eigene unabhängige Entscheidung der EZB erforderlich wäre; dass die EZB ihre Interventionen auf kurzlaufende Anleihen konzentrieren würde; und dass die weiteren Details des neuen Programms noch ausgearbeitet würden. Offenbar wollte Draghi sicherstellen, dass Interventionen nur unter der Bedingung weiterer Reformen in den betroffenen Ländern erfolgen, wobei nur die EFSF bzw. der ESM die Befugnis und demokratische Legitimation haben, um solche Bedingungen aufzuerlegen. Im EZB-Rat stimmte Bundesbankpräsident Weidmann als einziger gegen Draghis Position, was Draghi selbst offenlegte. Nach erster Enttäuschung darüber, dass die EZB es zunächst bei Ankündigungen beließ, setzte sich am Markt die Überzeugung durch, dass bei entsprechender Antragstellung EZB und EFSF innerhalb kürzester Zeit zu gebündelten Interventionen – die EFSF am Primär-, die EZB am Sekundärmarkt – bereit stünden. Allein die Aussicht darauf beruhigte die Lage an den Märkten im Sommer 2012 spürbar, zumal Draghi am 2. August 2012 deutlich gemacht hatte, dass die von vielen Investoren beim Schuldenschnitt Griechenlands erlebte und als abschreckend empfundene Vorrangstellung der EZB gegenüber privaten Gläubigern bei neuen Interventionen überdacht würde. Ende August 2012 sanken die zweijährigen Renditen Spaniens auf 3,5%, die Italiens auf unter 3% (nach beinahe 7% bzw. knapp über 5% vor der Ankündigung Draghis), während die Zehnjahresanleihen nun bei 6,2% bzw. 5,7% notierten. Dass Hedgefonds im August 2012 ihre Wetten gegen europäische Aktien auflösten, institutionelle Investoren

31 Vgl. *Libération*, 28.7.2012, S. 1; „Europe: l’union sacrée pour sauver l’euro“.

32 *So S.Z.*, 3.8.2012, S. 17: „Euro-Präsident Draghi“.

wieder Vertrauen in den Euroraum fassten, der deutsche Aktienindex um 3% stieg und der italienische und spanische Aktienindex mit Steigerungen um 9 bzw. 12% geradezu Kursfeuerwerke erlebten, war daher zweifellos auf den Draghi-Effekt zurückzuführen. Der Herbst 2012 wird zeigen, ob Draghis „Masterplan“ nur weitere Zeit erkaufte hat oder den Weg bereiten kann, auf dem sich die Krise durch ein wirksames Zusammenwirken von Fiskal- und Geldpolitik in den Griff bekommen lässt.

Der Euro sinkt, bewahrt aber seine internationale Rolle

Der Euro-Wechselkurs, der bisher relativ unberührt von der Krise geblieben war und bis Mitte 2011 gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euroraums sogar an Wert gewonnen hatte, begann in der zweiten Jahreshälfte 2011 zu sinken, blieb aber bis Jahresende nahe seinem seit 1999 gemessenen Durchschnittsniveau und erholte sich dann etwas unter dem Eindruck der geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB. Angesichts der Verschärfung der Krise gab jedoch der nominale effektive Wechselkurs des Euro zwischen März und Juli 2012 nach und lag am 4. Juli 2012 6,4% unter seinem Durchschnittswert von 2011. Was die bilateralen Wechselkurse anging, so wertete der Euro gegenüber den meisten Währungen ab. Gegenüber dem US-Dollar und dem japanischen Yen verlor der Euro jeweils knapp 10%, gegenüber dem chinesischen Renminbi 11,4% und gegenüber dem britischen Pfund 7,5%. Am 4. Juli 2012 notierte der Euro bei 1,256 US-Dollar, 100,3 Yen, 7,973 Renminbi und 0,803 Pfund. Devisenmarktinterventionen der EZB fanden nicht statt. Wirtschaftspolitisch war der schwächere Euro-Kurs in der Krise ein durchaus willkommenes Konjunkturprogramm für die Exportwirtschaft. Der Anteil des Euro an den weltweiten Devisen blieb 2011 trotz der Krise relativ stabil bei 25% (2010: 25,4%), im Vergleich zu einem Anteil des US-Dollars von 62,1% (2010: 62,2%) und des Yen von 3,7% (2010: 3,9%).³³

Bemerkenswert war die Entwicklung des Euro-Wechselkurses zum Schweizer Franken. Der Franken hatte bis 2009 stets bei über 1,50 Euro gelegen, war in der Krise aber zu einer begehrten „Fluchtwährung“ für Kapitalanleger aus den Eurostaaten geworden, was 2010 und 2011 zu einem starken Kursanstieg führte. Um nachteilige Auswirkungen auf die Schweizer Volkswirtschaft zu verhindern, kündigte die Schweizer Nationalbank (SNB) am 6. September 2011 an, dass sie „am Devisenmarkt ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter dem Mindestkurs von 1,20“ toleriere und „bereit“ sei, „den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchzusetzen“ sowie „unbeschränkt Devisen zu kaufen.“ Die SNB konnte in der Folge den Kurs von 1,20 Euro pro Franken mit einseitigen Interventionen verteidigen, für die sie allerdings bis Sommer 2012 Euro im Gegenwert von mehr als 100 Mrd. Franken ankaufen musste. Seit ihrer einseitigen Wechselkursanbindung gehört die Schweiz zu den 59 Staaten und Gebieten des „Euro-Blocks“³⁴, die den Euro als Ankerwährung oder gesetzliches Zahlungsmittel nutzen und deren aggregiertes BIP 20% der globalen Wertschöpfung ausmacht. Im Vergleich dazu hat der 63 Staaten und Gebiete einschließende „Dollar-Block“ einen Anteil von 28%.

Neue formelle Beitritte zum Euro-Raum stehen gegenwärtig nicht bevor. Die turnusmäßig im Mai 2012 veröffentlichten Konvergenzberichte der EZB und der Kommission zeigten, dass alle acht EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, des-

33 EZB, The international role of the euro, Juli 2012, S. 13.

34 Vgl. Deutsche Bundesbank, „Der Euro als Ankerwährung“, Monatsbericht, Juli 2012, S. 15.

sen Einführung aber rechtlich anzustreben haben, trotz Fortschritten nach wie vor mehrere der im Vertrag vorgeschriebenen Konvergenzkriterien verfehlen. Kroatien, das zum 1. Juli 2013 EU-Mitgliedstaat werden soll und daher in den Konvergenzberichten 2012 noch nicht beurteilt wurde, konnte in den vergangenen Jahren die kroatische Krone gegenüber dem Euro stabilisieren und orientiert sich derzeit an einem gleitenden Leitkurs. Es muss nach seinem Beitritt mindestens zwei Jahre lang spannungsfrei am Wechselkursmechanismus II teilnehmen, bevor eine Euro-Teilnahme rechtlich in Frage kommt. Seit Unterzeichnung des kroatischen EU-Beitrittsabkommens am 9. Dezember 2011 darf die kroatische Nationalbank aber bereits Beobachter zu den Sitzungen des Erweiterten Rats der EZB und ihrer Ausschüsse entsenden.

Auseinandersetzung um die ungarische Zentralbank

Ende 2011 stellten Verfassungs- und Gesetzesänderungen in Ungarn – die auch sonst in der europäischen Öffentlichkeit wegen Beschränkungen der Medienfreiheit und der Unabhängigkeit der Justiz kontrovers diskutiert wurden – die Unabhängigkeit der ungarischen Zentralbank in Frage. In mehreren Stellungnahmen gemäß Artikel 127 Absatz 4 AEU-Vertrag äußerte die EZB deshalb ernste Bedenken.³⁵ In der fortwährenden Änderung der Zusammensetzung der Beschlussorgane und der Erhöhung der Anzahl der Mitglieder des Geldpolitischen Rates sah die EZB ein Mittel der ungarischen Regierung zur Beeinflussung des Entscheidungsprozesses in der Zentralbank. Die wiederholten Gesetzesänderungen zur Kürzung der Bezüge der Mitglieder der Zentralbankorgane kritisierte sie als Beeinträchtigung der finanziellen Unabhängigkeit. Schließlich beanstandete die EZB eine Verfassungsänderung, die den Zusammenschluss der ungarischen Zentralbank mit der ungarischen Finanzaufsichtsbehörde in einer neuen Institution vorsah, innerhalb derer der Präsident der Zentralbank dem Präsidenten der neuen Institution unterstellt wäre. Die EZB sah darin eine Bedrohung der persönlichen Unabhängigkeit. Die Europäische Kommission, die die rechtlichen Bedenken der EZB weitgehend teilte, leitete wegen dieser und anderer EU-rechtswidriger Rechtsvorschriften am 17. Januar 2012 ein beschleunigtes Vertragsverletzungsverfahren ein. Ungarn (das gerade Verhandlungen mit IWF, Kommission und EZB über neue Zahlungsbilanzhilfen führte) änderte daraufhin seine Verfassung und das ungarische Zentralbankstatut, weshalb die Kommission im Juli 2012 insofern das Verfahren einstellen konnte. Auch die EZB zeigte sich grundsätzlich zufrieden mit den vorgenommenen Rechtsänderungen, will aber ebenso wie die Kommission deren Umsetzung in die Praxis genau verfolgen.

Die britische Regierung verklagt die EZB

Zu einem weiteren rechtlichen Grundsatzstreit kam es im September 2011, als das Vereinigte Königreich eine Nichtigkeitsklage gegen die EZB vor dem Gericht in Luxemburg erhob.³⁶ Anlass für diese historisch erste Klage eines EU-Mitgliedstaats gegen die europäische Währungsbehörde waren im Juli 2011 veröffentlichte EZB-Pläne, nach denen private Clearing-Häuser künftig nur dann größere Beträge von in Euro notierten Wertpapieren abwickeln dürfen, wenn sie ihren Sitz im Euroraum haben.³⁷ Unter Clearing versteht man

35 Vgl. EZB, Jahresbericht 2011, S. 115, Kasten 9.

36 Anhängig als Rechtssache T-496/11; vgl. EU-Amtsblatt C Nr. 340, 19.11.2011, S. 29.

37 Vgl. F.T., 15.9.2011, S. 1: „Britain to sue ECB over rules on clearing“.

die Verrechnung von Forderungen und Verbindlichkeiten im Zahlungsverkehr. Ein Clearing-Haus übernimmt mit dem Clearing zugleich das Risiko für den Ausfall eines Geschäftspartners, weshalb seine Rolle von systemischer Bedeutung ist und der Aufsicht bedarf. Die EZB ist gemäß Artikel 127 Absatz 2, vierter Gedankenstrich AEU-Vertrag sowie Artikel 22 ESZB-Satzung für das reibungslose Funktionieren von Zahlungssystemen und deren Beaufsichtigung zuständig und hat daher ein Interesse, für den Euro systemrelevante Clearing-Häuser wirksam überwachen zu können. Aus EZB-Sicht setzt dies deren örtliche Ansiedelung im Euroraum voraus. Benachteiligt von den EZB-Plänen würde aber das in London ansässige LCH-Clarnet, eines der größten Clearinghäuser der Welt (Umsatz 2010: 554 Mio. Euro), das den Handel mit Staatsanleihen sowie den Wertpapierhandel für die Londoner Börse abwickelt. Die britische Regierung fürchtete, dass die EZB-Pläne den Finanzplatz London im Wettbewerb gegenüber Frankfurt am Main und Paris erheblich schwächen könnten. Im November 2011 bekräftigte die EZB in einem weiteren Dokument, dass auch Clearing-Häuser, die im Rahmen des Managements der Devisenreserven der Eurostaaten tätig sind, ihren Sitz im Euroraum haben müssen, was die britische Regierung dazu veranlasste, ihre Klage auch auf dieses Dokument zu erstrecken.³⁸ Der Rechtsstreit ist symptomatisch für das wachsende Spannungsverhältnis zwischen dem sich in der Krise stärker integrierenden Euroraum und dem Vereinigten Königreich, das einerseits fest entschlossen ist, dem Euroraum und einer stärkeren Integration fernzubleiben, andererseits wirtschaftlich weiterhin von dem für alle 27 Mitgliedstaaten geltenden Binnenmarkt für Finanzdienstleistungen profitieren möchte. Die bevorstehende Entscheidung, die Bankenaufsicht für Banken im Euroraum der EZB zu übertragen, dürfte diese Konfliktsituation weiter anheizen.

Weiterführende Literatur

Marc Beise: Lang lebe der Euro! Warum wir für unsere Währung auf die Straße gehen sollten, München 2012.

Heiner Brockmann / Horst Keppler: EZB-Käufe von Staatsanleihen anders begründen!, Wirtschaftsdienst 2012, S. 173.

Sylvester Eijffinger / Lex Hoogduin: The European Central Bank in (the) Crisis, CESifo DICE Report 1/2012, S. 32.

Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2011, Frankfurt am Main 2012.

Europäische Zentralbank: Konvergenzbericht 2012, Frankfurt am Main 2012.

Stefano Tamburello: Mario Draghi il Governatore. Dalla Banca d'Italia al vertice della Bce, Florenz 2011.

38 F.T., 16.2.2012, S. 6: „Britain starts extra legal action on clearing houses“.