



**Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld & Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2015, Baden-Baden 2015, S. 113 - 126.**

Dieser Artikel wurde heruntergeladen von: <http://iep-berlin.de/blog/publications/filter/jahrbuch-der-europaeischen-integration/>.

#### **Redaktion**

Institut für Europäische Politik  
Bundesallee 23, 10717 Berlin  
E-Mail: [julia.klein@iep-berlin.de](mailto:julia.klein@iep-berlin.de)  
Tel. (030) 88 91 34-0  
Fax (030) 88 91 34-99

Das Jahrbuch der Europäischen Integration wird freundlicherweise vom Auswärtigen Amt gefördert.

Das IEP ist ein strategischer Partner der Europäischen Kommission und wird von ihr finanziell unterstützt. Für die Inhalte zeichnet allein das IEP verantwortlich.

Die Publikation sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung, Verarbeitung und Übermittlung in, aus und zwischen elektronischen Systemen (inklusive Internet). Fotokopien für den persönlichen und sonstigen Gebrauch dürfen nur von einzelnen Beiträgen oder Teilen daraus als Einzelkopien hergestellt werden.

# Europäische Zentralbank

Martin Selmayr<sup>1</sup>

Mehrere Ereignisse im Januar 2015 stellten grundlegende Weichen für die weitere Tätigkeit der Europäischen Zentralbank (EZB):

(1) Am 14. Januar 2015 zeigte das Gutachten von Generalanwalt Pedro Cruz Villalón in der Rechtssache Gauweiler<sup>2</sup>, dass die im Juli 2012 von EZB-Präsident Mario Draghi angekündigten (quantitativ nicht begrenzten) Sekundärmarktinterventionen in Anleihen einzelner Euro-Staaten (Outright Monetary Transactions, OMT) grundsätzlich mit dem EU-Recht vereinbar sind. Dieses Gutachten – dem der Gerichtshof der Europäischen Union am 16. Juni 2015 in seinem Urteil im Ergebnis folgte – wies die zuvor vom deutschen Bundesverfassungsgericht geäußerte rechtliche Kritik am Handeln der EZB zurück und bekräftigte die Reichweite des geldpolitischen Handlungsspielraums der gemeinsamen Notenbank des Euroraums.

(2) Am 13. Januar 2015 verabschiedete die Europäische Kommission eine Mitteilung zur optimalen Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt bestehenden Flexibilität. Diese Mitteilung machte – trotz mancher Kritik gerade in Deutschland – den Weg frei für eine großzügigere Behandlung öffentlicher Ausgaben zur Finanzierung von Investitionen und Strukturformen im Euroraum und bedeutete – gemeinsam mit dem 315 Mrd. Euro umfassenden Investitionsprogramm der Kommission („Juncker-Plan“), auf das sich das Europäische Parlament und der Rat im Mai einigten – zugleich einen wichtigen Schritt hin zur Entwicklung eines wachstumsfreundlichen finanzpolitischen Kurses des Euroraums insgesamt, wie ihn die EZB-Führung (trotz ihrer orthodoxeren Haltung in Fragen des Stabilitäts- und Wachstumspakts) schon länger gefordert hatte.<sup>3</sup>

(3) Am 25. Januar 2015 gewann die linksradikale Partei Syriza die Parlamentswahl in Griechenland. Kurz darauf wählte das griechische Parlament mit Syriza-Chef Alexis Tsipras einen Premierminister, der sich radikal gegen den bisher in der Finanz- und Staatsschuldenkrise verfolgten Kurs („Solidarität gegen finanzpolitische Solidität“) wandte. Der Regierungswechsel in Athen löste einen monatelangen Verhandlungsmarathon aus,

---

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

2 Gerichtshof der Europäischen Union: Urteil C-62/14 vom 16. Juni 2015, noch nicht amtlich veröffentlicht.

3 Europäische Kommission: Mitteilung der Kommission an das Europäische Parlament, den Rat, die Europäische Zentralbank, den Europäischen Wirtschafts- und Sozialausschuss, den Ausschuss der Regionen und die Europäische Investitionsbank. Optimale Nutzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Flexibilität; EZB: Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet. Rede von Mario Draghi, Präsident der EZB, anlässlich der jährlichen Notenbank-Konferenz in Jackson Hole, 22. August 2014 (auf die sich die Kommission in Fn. 10 ihrer Mitteilung bezieht): „Im Gegensatz zu anderen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften beruht unser finanzpolitischer Kurs nicht auf einem einzelnen Haushalt, über den ein einzelnes Parlament abgestimmt hat, sondern auf einer aggregierten Größe aus achtzehn [seit dem 01.01.2015 19] nationalen Haushalten und dem EU-Haushalt. Eine stärkere Koordinierung der verschiedenen nationalen Haushaltspolitiken sollte grundsätzlich einen wachstumsfreundlicheren finanzpolitischen Kurs im Eurogebiet insgesamt begünstigen.“

während dessen die Frage einer weiteren Euro-Teilnahme Griechenlands beziehungsweise eines Ausscheidens Griechenlands aus dem Euroraum (sogenannter „Grexit“) erneut auf die politische Tagesordnung gelangte.

In diesem politisch äußerst aufgeladenen Umfeld, das trotz der leicht verbesserten Konjunkturlage erhebliche wirtschaftliche und finanzielle Volatilität mit sich brachte, galt es für die EZB-Verantwortlichen und die mittlerweile 2.577 Mitarbeiter der EZB, kühlen Kopf zu bewahren, sich auf das Ausschöpfen des höchstrichterlich bekräftigten geldpolitischen Handlungsspielraums der EZB zu konzentrieren und im Übrigen die politischen Entscheidungen zur Zukunft des – seit der Euro-Einführung in Litauen am 1. Januar 2015 19 Mitgliedstaaten umfassenden – Euroraums beratend zu begleiten, ohne dabei selbst an die Stelle der demokratisch legitimierten politisch Verantwortlichen im Euroraum zu treten.

### **Quantitative Easing (Version EZB)**

Nachdem die konventionelle Geldpolitik der EZB im September 2014 mit einem Leitzinssatz von 0,05 Prozent, (sowie einem Einlagezinssatz von minus 0,2 Prozent) die untere Grenze erreicht hatte und auch die Möglichkeiten zu einer kreativen Ausgestaltung und Konditionierung der EZB-Geschäfte weitgehend ausgeschöpft waren,<sup>4</sup> blieb der EZB als Option für eine weitere geldpolitische Lockerung nur noch der bereits in den ersten Jahren der globalen Finanzkrise von der U.S. Federal Reserve, der Bank von England und der Bank von Japan in großem Umfang praktizierte Ankauf von Wertpapieren (Quantitative Easing, QE). Während Zinsentscheidungen nur allmählich und indirekt Auswirkungen auf die Preisentwicklung haben, schlagen sich Wertpapierkäufe unmittelbar in der Zentralbankbilanz nieder, erhöhen direkt die Geldmenge und steuern daher wirksamer und rascher die Preisentwicklung.<sup>5</sup> Angesichts weiterhin sinkender Inflationsprognosen und schwacher Wachstumsaussichten im Euroraum hatte EZB-Präsident Draghi dementsprechend im Herbst 2014 das Ziel ausgegeben, die zuletzt erheblich geschrumpfte EZB-Bilanz wieder auf das Niveau auszuweiten, welches diese im Krisenjahr 2012 erreicht hatte (das heißt von 2 auf 3 Billionen Euro). Als ersten Schritt in diese Richtung beschloss der EZB-Rat am 4. September 2014, private Wertpapiere – forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset-Backed Securities, ABS) und gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) – am Primär- und Sekundärmarkt anzukaufen. Gegen den Ankauf von Anleihen, die der öffentliche Sektor begeben hatte, wurden insbesondere seitens der Deutschen Bundesbank rechtliche Zweifel angeführt, sodass öffentliche Anleihen zunächst nicht in das neue Wertpapierprogramm der EZB aufgenommen wurden.

Diese Zweifel wurden durch die Schlussanträge des Generalanwalts im OMT-Fall am 14. Januar 2015 – dem der Gerichtshof der Europäischen Union fünf Monate später im Ergebnis folgte<sup>6</sup> – überzeugend ausgeräumt.<sup>7</sup> Der Generalanwalt – und ihm folgend später der Gerichtshof – machte deutlich, dass der geldpolitisch motivierte Ankauf von öffentli-

---

4 Zu den im September 2014 von der EZB eingeführten „targeted longer-term refinancing operations“ (TLTRO) siehe bereits Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2014, Baden-Baden 2014, S.127-140, hier S. 129-130.

5 EZB: Die Rolle der Zentralbankbilanz in der Geldpolitik, im Wirtschaftsbericht 4/2015, S. 67-86.

6 Wolfgang Janisch: Richter billigen Draghis Rettungsprogramm, in: Süddeutsche Zeitung, 17.6.2015, S. 1.

7 Als „wichtigen Meilenstein“ bezeichnete EZB-Direktoriumsmitglied Yves Mersch die Schlussanträge des Generalanwalts in einer offiziellen Stellungnahme der EZB am 14.1.2015.

chen Anleihen am Sekundärmarkt (den die EZB bis dahin nur in Reden und Pressemitteilungen angekündigt hatte) grundsätzlich vom Mandat der EZB gedeckt ist. Die EZB habe plausibel begründet, dass plötzliche Risikoaufläufe auf die Zinsen der Staatsanleihen einzelner Eurostaaten, die durch die Sorge eines Auseinanderbrechens des Euroraums ausgelöst worden waren und grundsätzlich nicht mit der makroökonomischen Realität dieser Staaten übereinstimmen, eine Störung der konventionellen geldpolitischen Transmissionsmechanismen bewirkt hatten, der sie durch OMT wirksam entgegen treten konnte. Ein solches Gegensteuern sei erforderlich, um die vom EU-Recht geforderte Einheitlichkeit der Geldpolitik im Euroraum zu gewährleisten. Der Ankauf von Staatsanleihen am offenen Markt sei zudem ein von Art. 18.1 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der EZB (ESZB/EZB-Satzung) ausdrücklich zugelassenes geldpolitisches Instrument. Zwar dürfe durch den Ankauf von Staatsanleihen am Sekundärmarkt das Verbot der monetären Finanzierung gemäß Art. 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) nicht umgangen werden, das der EZB den Kauf von Anleihen direkt vom emittierenden Staat untersagt. Dies könne jedoch dadurch gewährleistet werden, dass eine „Stillhaltefrist“ zwischen der Ausgabe einer Staatsanleihe und ihrem Ankauf durch die EZB eingehalten würde, sodass sich zunächst ein Marktpreis bilden könne. Darüber hinaus müsse sichergestellt sein, dass kein Staat und auch kein Marktteilnehmer darauf vertrauen können dürfe, dass die EZB einen bestimmten Umfang von Staatsanleihen oder Staatsanleihen zu einem bestimmten Preis kaufen werde. Blicke dagegen der Mechanismus der Marktpreisbildung grundsätzlich erhalten, bliebe der Zweck des im EU-Recht verankerten Verbots der monetären Finanzierung unbeeinträchtigt, nämlich Eurostaaten zu einer Finanzierung ihrer Staatsschulden am Markt zu zwingen und so die Marktbedingungen im Interesse der Haushaltsdisziplin (niedrige Zinsen für verlässliche Schuldner, hohe Zinsen für riskante Schuldner) wirken zu lassen. Mehrfach verweisen Generalanwalt und Gerichtshof darauf, dass die EU-Mitgliedstaaten der EZB in den Verträgen ein weites Ermessen in Fragen der Geldpolitik sowie eine weit reichende Unabhängigkeit bei der Beurteilung der geldpolitischen Wirkungsmechanismen eingeräumt haben; und dass das finanzielle Risiko, das geldpolitische Geschäfte und Interventionen einer Zentralbank stets mit sich bringen, von den Verfassern der Verträge mit Errichtung der EZB bewusst akzeptiert wurde, weshalb im EU-Recht ausdrückliche Regelungen über die Aufteilung solcher Verluste enthalten sind (siehe Art. 33 ESZB/EZB-Satzung).

Die gerichtliche Klarstellung, dass die EZB grundsätzlich rechtlich befugt ist, zu geldpolitischen Zwecken Sekundärmarktinterventionen in Anleihen von Eurostaaten durchzuführen, half dabei, die politische Debatte im EZB-Rat über die Zulässigkeit eines umfassenden „Quantitative Easing“-Programms im Sinne seiner Befürworter zu entscheiden.<sup>8</sup> Bereits am 22. Januar 2015 – nur eine Woche nach den Schlussanträgen des Generalanwalts im OMT-Fall – beschloss der EZB-Rat daher ein erweitertes Wertpapier-Programm (Expanded Asset Purchase Programme, EAPP).<sup>9</sup> Erklärtes Ziel des erweiterten Programms

8 Financial Times: Legal ruling paves way for eurozone easing, 15.1.2015, S. 3; Frankfurter Allgemeine Zeitung: Der Weg für Staatsanleihenkäufe ist frei, 15.1.2015, S. 17; Frankfurter Allgemeine Zeitung: Leitplanken für die EZB, 15.1.2015, S. 4 sowie Kommentar von Holger Steltzner, Frankfurter Allgemeine Zeitung: Carte blanche, 15.1.2015, S. 1; Süddeutsche Zeitung: Rückendeckung für Draghi, 15.1.2015, S.1 sowie Kommentar von Marc Beise, Süddeutsche Zeitung: Freibrief mit Auflagen, 15.1.2014, S. 4.

9 EZB: Wirtschaftsbericht, 1/2015, S. 17, Kasten 1: „Das Erweiterte Programm des EZB-Rats zum Ankauf von Vermögenswerten“; Beschluss (EU) 2015/774 der Europäischen Zentralbank vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10), in: Amtsblatt der EU, Nr. L 121 vom 14. Mai 2015, S. 20-24.

ist es, den deflationären Tendenzen im Euroraum (Euroraum-Inflationsrate, Stand Januar 2015: minus 0,6 Prozent) entgegenzuwirken<sup>10</sup> und die Preissteigerungsrate im Euroraum durch Ausweitung der EZB-Bilanz mittelfristig wieder in die Nähe des EZB-Ziels von „unter, aber nahe 2 Prozent“ zu bringen.<sup>11</sup> Im Rahmen des erweiterten Wertpapier-Programms, das sowohl in seiner Dimension als auch in seiner Architektur viele Marktteilnehmer positiv überraschte,<sup>12</sup> wird die EZB zwischen März 2015 bis mindestens September 2016 nicht nur private, sondern auch öffentliche Wertpapiere im Gegenwert von monatlich insgesamt 60 Mrd. Euro ankaufen. 10 Mrd. Euro monatlich entfallen dabei auf forderungsbesicherte Wertpapiere und gedeckte Schuldverschreibungen; weitere 50 Mrd. Euro – im Rahmen des neuen Public Sector Purchase Programme (PSPP) – auf öffentliche Anleihen, davon 44 Mrd. Euro auf Anleihen von Eurostaaten beziehungsweise öffentlicher Förderbanken (zum Beispiel der deutschen Kreditanstalt für Wiederaufbau) und 6 Mrd. Euro auf Anleihen supranationaler Emittenten wie der Europäischen Union, dem Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), der Europäischen Investitionsbank (EIB) oder der Entwicklungsbank des Europarats. Bis September 2016 will die EZB somit Wertpapiere im Umfang von insgesamt 1,1 Mrd. Euro erwerben. Ausdrücklich behält sich die EZB vor, ihr Programm über den September 2016 hinaus fortzuführen, sofern dies erforderlich sein sollte, um eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung zu bewirken.

Im Unterschied zum OMT-Programm werden im Rahmen des PSPP öffentliche Anleihen von allen Eurostaaten angekauft (keine Selektivität), wobei sich der Anteil der Käufe nach dem Schlüssel richtet, der für die Einzahlung des EZB-Kapitals seitens der Zentralbanken der Eurostaaten gilt. Koordiniert von der EZB und nach von der EZB zentral festgesetzten Bedingungen kauft beispielsweise die Bundesbank monatlich Anleihen deutscher öffentlicher Emittenten im Wert von 11,2 Mrd. Euro, die Banque de France Anleihen französischer öffentlicher Emittenten im Wert von 8,9 Mrd. Euro, die Österreichische Nationalbank Anleihen österreichischer öffentlicher Emittenten im Wert von 1,2 Mrd. Euro und die Banque centrale de Luxembourg Anleihen luxemburgischer öffentlicher Emittenten im Wert von 0,1 Mrd. Euro.<sup>13</sup>

Damit das PSPP das Funktionieren der Sekundärmärkte nicht verzerrt, hat die EZB drei Begrenzungen vorgesehen. Erstens kauft sie grundsätzlich nur bis zu 25 Prozent einer bestimmten öffentlichen Anleiheart auf (sogenanntes „issue limit“), um zu verhindern, bei einer eventuellen Schuldenumstrukturierung über eine Blockademinderheit zu verfügen, was zu rechtlichen Problemen führen würde, da der EZB eine monetäre Finanzierung öffentlicher Stellen und damit auch die aktive Mitwirkung an einem (teilweisen oder gänzlichen) Schuldenverzicht durch Art. 123 AEUV untersagt ist; dieses issue limit erhöhte der EZB-Rat im September 2015 auf 33 Prozent unter der Voraussetzung, dass die EZB niemals in die Position des Inhabers einer Blockademinderheit geraten darf. Das issue

---

10 Financial Times: Deflation risk in Europe leaves no option but QE, 10.1.2015, S. 6.

11 Zu den Zielen des PSPP ausführlich EZB: Embarking on public sector asset purchases. Speech by Benoît Cœuré, Member of the Executive Board of the ECB, at the Second International Conference on Sovereign Bond Markets, Frankfurt, 10 March 2015, abrufbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150310_1.en.html), (letzter Zugriff: 10.11.2015).

12 Financial Times: Markets rally as ECB bond-buying plan exceeds investor expectations, 23.1.2015, S. 1; Kommentar von Martin Sandbu, Financial Times: Super Mario lives up to his name with a three-card trick, 23.1.2015, S. 2; Financial Times: Central bank bond-buying proposal beats all expectations, 23.1.2015, S. 3.

13 Beträge nach Grégory Claeys/Álvaro Leandro/Allison Mandra: European Central Bank Quantitative Easing: the Detailed Manual, Bruegel Policy Contribution, 2/2015, S. 8, Tabelle 3.

limit gilt für alle von der EZB gehaltenen öffentlichen Anleihen, auch für die bereits vor dem Start des PSPP, zum Beispiel im Rahmen des Securities Market Programme (SMP) von 2010, erworbenen Anleihen. Zweitens kauft die EZB maximal 33 Prozent der Anleihen eines bestimmten öffentlichen Emittenten auf (sogenanntes „issuer limit“), wobei alle ausstehenden Anleihen mit einer Laufzeit von zwei bis 30 Jahren einbezogen werden. Diese Begrenzung dient dazu, die Bildung marktgerechter Preise für die Anleihen öffentlicher Schuldner nicht über Gebühr zu beeinträchtigen. Sie hat vor allem für griechische Staatsanleihen eine sehr konkrete praktische Bedeutung: Da die EZB Ende Dezember 2014 bereits 34,5 Prozent der ausstehenden griechischen öffentlichen Anleihen über das SMP hielt, konnte sie zunächst keine weiteren griechischen Anleihen im Rahmen des PSPP erwerben. Dies ist erst dann wieder möglich, wenn Griechenland diese Anleihen jedenfalls insoweit bedient hat, dass der Anteil wieder unter 33 Prozent gefallen ist, was seit Sommer 2015 der Fall ist.<sup>14</sup> Drittens verpflichtet sich die EZB, eine „Sperrfrist“ zwischen dem Begeben einer öffentlichen Anleihe am Primärmarkt und ihrem Ankauf am Sekundärmarkt einzuhalten,<sup>15</sup> so wie dies zuvor höchstrichterlich eingefordert worden war.

Ein Zugeständnis an die Deutsche Bundesbank und an deutsche Bedenken<sup>16</sup> sind die für das PSPP festgelegten Regelungen zur Verteilung hypothetischer Verluste. Nur für 8 Prozent der von im Rahmen des PSPP erworbenen öffentlichen Anleihen der Eurostaaten haftet die EZB, also indirekt alle Eurostaaten gemeinsam (vergemeinschaftete Haftung). Für die übrigen 92 Prozent der erworbenen nationalen Anleihen haften die ankaufenden nationalen Zentralbanken jeweils selbst (nationale Haftung), also die Deutsche Bundesbank für die von ihr in Deutschland anzukaufenden öffentlichen Anleihen oder die Banca d'Italia für die von ihr in Italien anzukaufenden öffentlichen Anleihen. Da zudem die von supranationalen Emittenten wie Europäischer Union, ESM und EIB begebenen Anleihen beim Ankauf im Rahmen des PSPP einer gemeinsamen Haftung unterliegen, kann man sagen, dass das QE der EZB zu 20 Prozent vergemeinschaftet ist, während 80 Prozent finanziell auf nationaler Ebene verantwortet werden. In dieser Konstruktion kann man die unvollkommene Natur der Wirtschafts- und Währungsunion widerspiegelt sehen, die wirtschafts- und finanzpolitisch noch keine Einheit ist, und noch kein gemeinsames europäisches Finanzministerium mit gemeinsamem Budget vorsieht, sodass der Schwerpunkt der finanziellen Konsequenzen gemeinsamen Handelns weiterhin auf nationaler Ebene liegt.<sup>17</sup> Man kann allerdings auch kritisch hinterfragen, ob der nun vorgesehene Risikoteilungsschlüssel 20 Prozent/80 Prozent der gemeinsamen Notenbank einer Währungsunion wirklich angemessen ist; oder ob er nicht bedeutet, dass die EZB in entscheidenden Punkten immer noch keine richtige europäische Zentralbank beziehungsweise dies nur zu 20

---

14 Claeys/Leandro/Mandra, European Central Bank Quantitative Easing, Bruegel Policy Contribution 2/2015, S. 7, Abbildung 6.

15 Art. 4 Abs. 1 Beschluss (EU) 2015/774 der EZB vom 4. März 2015 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2015/10), in: Amtsblatt der EU, Nr. L 121 vom 14. Mai 2015, S. 20-24.

16 Financial Times: ECB bows to German QE pressure, 17.1.2015, S. 1; Ralph Bollmann/Lisa Nienhaus: Ein Angebot von Mario Draghi (...), das Angela Merkel nicht ablehnen kann, in: Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, 18.1.2015, S. 1; Financial Times: A strained bond, 19.1.2015, S. 7; Financial Times: German media attack eurozone QE plans, 20.1.2015, S. 4.

17 EZB: Embarking on public sector asset purchases. Speech by Benoît Cœuré, Frankfurt, 10 March 2015: „[W]e have taken into account the specificities of the euro area, meaning that we operate in an environment of decentralised national fiscal authorities, and the ECB has no mandate to engage in large-scale pooling of fiscal risks.“

Prozent ist.<sup>18</sup> Hinzuweisen ist allerdings darauf, dass bei allen anderen geldpolitischen Maßnahmen der EZB (einschließlich der OMT) weiterhin unverändert eine gemeinsame Haftung von 100 Prozent nach den in Art. 33 ESZB/EZB-Satzung vorgesehenen Regeln gilt.

Politisch viel geholfen hat das Zugeständnis an die Bundesbank nicht. Bundesbankpräsident Jens Weidmann stimmte im EZB-Rat gegen das PSPP und machte seine Opposition – zum wiederholten Male unter Verstoß gegen die Pflicht zur Vertraulichkeit der Beratungen im EZB-Rat (Art. 10.4 ESZB/EZB-Satzung) – öffentlich.<sup>19</sup> Die veröffentlichte deutsche Meinung reagierte kritisch auf das Milliarden-Programm der EZB<sup>20</sup> und mehrere euroskeptische deutsche Unternehmer und Professoren erhoben Klagen vor dem Bundesverfassungsgericht.<sup>21</sup>

In ihren Marktwirkungen beeinträchtigte die außergewöhnliche Risikoteilungsregelung das EZB-Programm bisher nicht,<sup>22</sup> wohl auch deshalb, weil Zentralbankverluste bei Anleihenkäufen einen Staatsbankrott voraussetzen, der im Euroraum weiterhin höchst unwahrscheinlich ist. Anfängliche Zweifel, die EZB könne die angestrebten Wertpapierkäufe quantitativ mangels ausreichendem Verkäuferinteresse nicht erreichen,<sup>23</sup> haben sich nicht bestätigt, – im Gegenteil: In den ersten Monaten des von ihr praktizierten QE erreichte die EZB weitgehend problemlos den monatlichen Zielwert von 50 Mrd. Euro öffentlicher und 10 Mrd. Euro privater Anleihen. Wirksam sind die EZB-Sondermaßnahmen auch, was ihren Einfluss auf die Anleiherenditen im Euroraum angeht. Seit Sommer 2014 ist bei den Renditen zehnjähriger Papiere im Euroraum ein Rückgang von rund 70 Basispunkten – in Italien und Spanien sogar um 100 Basispunkte – zu verzeichnen.<sup>24</sup> Fraglich ist aber nach wie vor, ob auch das von der EZB mittels QE angestrebte Ziel, eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung zu bewirken, bis September 2016 erreicht werden kann. Zwar stabilisierte sich die Preisentwicklung in den ersten Monaten 2015 weitgehend und wies niedrig positive Werte auf. Mit einer Gesamtinflation, die sich zwischen Januar und August 2015 um 0,2 Prozent bewegte und 2015 im Durchschnitt nur 0,1 Prozent erreichen dürfte (2016: 1,1 Prozent, 2017: 1,7 Prozent),<sup>25</sup> ist die EZB aber noch weit von ihrem mittelfristigen Ziel einer Preissteigerungsrate von „unter, aber nahe 2 Prozent“ entfernt. Am 3. September 2015 unterstrich EZB-Präsident Draghi daher, dass das Wertpapierprogramm der EZB ausreichend Flexibilität aufweise und jederzeit hinsichtlich seines Umfangs, seiner Zusammensetzung und seiner Laufzeit angepasst werden könne, sofern

---

18 Sehr kritisch zu den Überlegungen, QE ohne Risikoteilung durchzuführen, Marcel Fratzscher, Präsident des DIW, zitiert in *Financial Times*, 19.1.2015, S. 2: „It would signal the end of monetary union. It would mean less risk sharing and less common effort.“ Kritisch auch Wolfgang Münchau: An imperfect compromise for the Eurozone, in: *Financial Times*, 26.1.2015, S. 9.

19 BILD: Darum haben wir gegen das Billionen-Paket der EZB gestimmt, 21.1.2015, S. 2; *Süddeutsche Zeitung*: Ohnmacht am Main, 20.1.2015, S. 17.

20 Marc Beise: Die Notenbank als Geisterfahrer, in: *Süddeutsche Zeitung*, 23.1.2015, S. 4.

21 *Süddeutsche Zeitung*: Klagen gegen EZB. Deutsche Unternehmer planen Verfassungsbeschwerde, 21./22.03.2015, S. 30; *Frankfurter Allgemeine Zeitung*: ‚Alfa‘ klagt gegen EZB-Anleihenkauf, 5.9.2015, S. 26.

22 Eingehend EZB: Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, im *Wirtschaftsbericht*, 7/2015, S. 38-61.

23 *Financial Times*: ECB faces liquidity challenge in bond buying, 27.1.2015, S. 22.

24 EZB: Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, im *Wirtschaftsbericht*, 7/2015, S. 38-61, hier S. 52.

25 EZB: Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Eurowährungsgebiet vom September 2015.

dies erforderlich werden sollte.<sup>26</sup> Vor Ende 2015 sind weitere Entscheidungen – möglicherweise ein „QE Plus“ der EZB – zu erwarten.

### Der Euro-Wechselkurs sinkt drastisch

In Fortsetzung des seit Frühjahr 2014 anhaltenden Trends schwächte sich der Wechselkurs des Euro Anfang 2015 weiter ab. Gegenüber einem Korb von Währungen der 38 wichtigsten Handelspartner des Euroraums fiel der Euro zwischen Mai 2014 und Mai 2015 um 12 Prozent, gegenüber dem US-Dollar sogar um 23 Prozent.<sup>27</sup> Im Januar 2015 fiel der Euro auf 1,1802 US-Dollar und damit auf seinen niedrigsten Stand seit neun Jahren;<sup>28</sup> Mitte April 2015 sank der Euro sogar auf 1,05 US-Dollar.<sup>29</sup> Allein die Ankündigung des QE hat Schätzungen zufolge zu einer Abwertung des Euro um insgesamt 12 Prozent gegenüber dem US-Dollar geführt.<sup>30</sup> Ab Mai 2015 erholte sich der Euro etwas. Im September 2015 erreichte er wieder 1,12 US-Dollar, lag damit aber immer noch 13 Prozent niedriger als ein Jahr zuvor. Gegenüber dem japanischen Yen lag der Euro im September 2015 2,6 Prozent niedriger als im Vorjahr, gegenüber dem britischen Pfund 7,6 Prozent niedriger und gegenüber dem chinesischen Renminbi – trotz dessen Abwertung im Sommer 2015 – 9,8 Prozent niedriger. Eine weitere Abschwächung des Euro vor allem gegenüber dem US-Dollar ist zu erwarten. Erhöht die US-Fed die Leitzinsen – was voraussichtlich zum Jahreswechsel 2015/16 geschehen wird –, während die EZB eine neue Phase des QE einleitet, dann liegt das Erreichen der Euro-Dollar-Parität 2016 im Bereich des Möglichen.

Die deutliche Abschwächung des Euro-Wechselkurses hatte erhebliche Folgen für Volkswirtschaften, die ihre Währung an den Euro gekoppelt hatten. Am 15. Januar 2015, einen Tag nach den Schlussanträgen des Generalanwalts im OMT-Fall, der den Weg für das QE-Programm der EZB frei machte, zog die Schweizer Nationalbank die währungs-politische Reißleine und gab ohne jede Vorwarnung<sup>31</sup> den Franken-Wechselkurs – den sie bis dahin durch kostspielige Devisenmarktinterventionen auf einem Mindestkurs von 1,20 Franken je Euro verankert hatte – frei, was heftige Turbulenzen an den Devisenmärkten auslöste und eine Aufwertung des Franken um 15 Prozent gegenüber dem Euro bewirkte.<sup>32</sup> Im September 2015 lag der Euro gegenüber dem Franken immer noch 9,6 Prozent unter dem Vorjahreswert, was die Schweiz in eine Rezession trieb. Auch andere Nachbarwährungen des Euro gerieten unter Druck. Da die dänische Krone im Wechselkursmechanismus II seit 1999 eng an den Euro gekoppelt ist, musste die dänische Notenbank Gegenmaßnahmen ergreifen, um das Schicksal der Schweiz für sich zu vermeiden. Der dänische Zentralbankpräsident Lars Rohde intervenierte im Januar mehrfach an den Devisenmärkten, senkte Anfang Februar die Leitzinsen und erklärte zugleich: „Wir sind bereit, alles zu

26 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Die EZB hält eine neue Geldspritze bereit, 14.10.2015, S. 16.

27 EZB: The international role of the euro, July 2015, S. 11.

28 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Euro auf Neun-Jahres-Tief, 8.1.2015, S. 23; Marc Beise: Der billige Euro, in: Süddeutsche Zeitung, 10.-11.1.2015, S. 4.

29 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Der Euro neigt wieder zur Schwäche, 21.5.2015, S. 27.

30 EZB: Die Transmission der jüngsten geldpolitischen Sondermaßnahmen der EZB, im Wirtschaftsbericht 7/2015, S. 52; Frankfurter Allgemeine Zeitung: Weichwährung Euro, 17.1.2015, S. 19; Süddeutsche Zeitung: Der Draghi-Effekt, 24.-25.01.2015, S. 27.

31 Kritisch Financial Times: A poor advertisement for Swiss reliability, 16.1.2015, S. 8; Süddeutsche Zeitung: Traue keiner Zentralbank, 20.1.2015, S. 17.

32 Financial Times: Markets rock after Swiss central bank abandons its currency cap, 16.1.2015, S. 1; Süddeutsche Zeitung: Ein Tsunami in den Alpen, 16.1.2015, S. 15; Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung: Der Krieg der Währungen, 18.1.2015, S. 27; Süddeutsche Zeitung: Sturm an den Devisenmärkten, 27.1.2015, S. 22.



tun, was nötig ist“ – eine bewusste Anlehnung an Draghis „Whatever it takes“-Rede von 2012, die den Märkten glaubhaft deutlich machte, dass Dänemark seine Bindung an den Euro mit allen Kräften verteidigen würde.<sup>33</sup> Kurz davor hatte das dänische Finanzministerium die Ausgabe dänischer Staatsanleihen suspendiert.<sup>34</sup> Diese Maßnahmen stabilisierten die Lage für die dänische Krone. Im September 2015 lag der Euro im Verhältnis zur Krone gerade einmal 0,2 Prozent über dem Vorjahreswert.

Der sinkende Euro-Wechselkurs hatte zur Folge, dass der Anteil des Euro an den globalen Devisenreserven 2014 (gemessen anhand konstanter Wechselkurse) um 2,2 Prozentpunkte auf 22,2 Prozent sank, während der Anteil des US-Dollar um 1,8 Prozentpunkte auf 62,9 Prozent anstieg.<sup>35</sup> Dafür stieg der Anteil des Euro an in Fremdwährung begebenen Anleihen im ersten Quartal 2015 auf knapp 30 Prozent, während dieser Anstieg im selben Quartal 2014 nur 20 Prozent betragen hatte. Parallel dazu sank der Anteil des US-Dollars um beinahe 10 Prozentpunkte. Der Euro wird also an den internationalen Finanzmärkten attraktiver. Symbolhaft dafür war die erstmalige Ausgabe einer auf Euro lautenden hundertjährigen Anleihe durch Mexiko im April 2015. Die Käufer dieser Anleihe vertrauen also darauf, ihre Investition 2115 in Euro zurückzuerhalten.

### **Die EZB in der Griechenland-Krise: Helfer oder Macher?**

Die mit der Wahl der linksradikalen Syriza-Regierung in Athen wiederaufflammende Griechenland-Krise brachte die EZB zwischen Januar und August 2015 in eine zunehmend schwierige Lage. Waren schon bisher die Verhandlungen mit den Regierungen der sogenannten „Programmländer“ – ob in Irland, Portugal, Zypern oder Griechenland – regelmäßig konfliktreich gewesen, so sahen sich die Eurostaaten und die sie bei der Programmdurchführung vertretenden Institutionen, die sogenannte „Troika“ aus Kommission, EZB und Internationalem Währungsfonds (IWF), jetzt einer Regierung gegenüber, welche die Programmlogik insgesamt ablehnte und die Troika als feindliche Macht ansah, mit der eine Zusammenarbeit zunächst nicht vorstellbar war. Die EZB selbst wurde mit der Athener Forderung konfrontiert, als Zentralbank des Euroraums das griechische Bankensystem weiter zu finanzieren, obwohl die neue Regierung nicht bereit war, die vereinbarten Programmauflagen einzuhalten, ja teilweise sogar von den Vorgängerregierungen verabschiedete Reformen rückgängig machte. Auch einen Schuldenschnitt, also einen Verzicht auf die Bedienung und Auslösung der von der EZB gehaltenen griechischen Staatsanleihen, forderte die neue Regierung um Tsipras von den Frankfurter Währungshütern.

Zwar hatte sich die EZB unter Führung von Draghi dazu verpflichtet, im Rahmen ihres Mandats alles zu tun, was erforderlich war, um den Euro und seine Irreversibilität zu bewahren.<sup>36</sup> Allerdings untersagte ihr Mandat der EZB, Mitgliedstaaten monetär zu finanzieren, was einen Schuldenschnitt hinsichtlich der von der EZB gehaltenen Anleihen rechtlich ausschloss.<sup>37</sup> Ebenso klar war die Rechtslage, wonach nur bei Durchführung des mit den Eurostaaten vereinbarten Rettungsprogramms und der darin festgelegten Konditio-

---

33 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Dänemarks Notenbank will Bindung an Euro verteidigen, 7.2.2015, S. 31; Financial Times: Denmark warns off currency speculators, 7.-8.2.2015, S. 4.

34 Financial Times, 3.2.2015, S. 22: „Danish government borrowing costs dive“.

35 EZB: The international role of the euro, July 2015, S. 19.

36 Anerkennend hierzu Claus Hulverschmidt: Ein Denkmal für Draghi, in: Süddeutsche Zeitung, 5.-6.1.2015, S. 17.

37 Süddeutsche Zeitung: Draghi bremst die Griechen. EZB-Präsident weist Wunsch nach Schuldenschnitt zurück und fordert Athen auf, zügig mit der Euro-Gruppe zu verhandeln, 5.2.2015, S. 1.

nen eine Teilnahme griechischer Banken an den geldpolitischen Geschäften der EZB möglich war. Beeinflusst wurde das Handeln der EZB in diesen Krisenmonaten sicherlich auch durch eine zentrale Aussage in den Schlussanträgen des Generalanwalts im OMT-Fall.<sup>38</sup> Darin hatte der Generalanwalt die EZB vor einem Interessenkonflikt gewarnt, der eintrete, wenn die EZB einerseits bereit stünde, durch OMT zugunsten eines Programmlandes am Sekundärmarkt zu intervenieren, zum anderen sich an der Verhandlung, Durchführung und Überwachung des für dieses Land vereinbarten Finanzhilfeprogramms maßgeblich beteiligen würde. Die EZB müsse vielmehr eine solche Doppelrolle vermeiden und stattdessen eine funktionale Distanz zur Ausgestaltung und Durchführung des Programms wahren. Sie könne sich sicherlich über das Programm unterrichten lassen und sogar dazu angehört werden, müsse sich aber jedes unmittelbaren Eingriffs in dieses Programm enthalten. Auch wenn der Gerichtshof der Europäischen Union diese Überlegungen nicht in sein abschließendes Urteil übernahm, prägten sie doch nachhaltig die Haltung der EZB während der Griechenland-Verhandlungen 2015. Die EZB war sichtbar bemüht, die Rolle eines Junior-Partners gegenüber der Kommission und den Finanzministern der Eurostaaten einzunehmen; sie trat bewusst als Helfer, nicht als Macher auf.<sup>39</sup> Die Tatsache, dass die Kommission unter Präsident Jean-Claude Juncker die Griechenland-Verhandlungen proaktiv und federführend in die Hand nahm und trotz zahlreicher Rückschläge nie einen Zweifel daran ließ, dass Griechenland im Euro bleiben müsse und ein Grexit nicht in Frage kam, ermöglichte es der EZB, zurückhaltender aufzutreten, verstärkt im Hintergrund zu wirken und sich auf die Einhaltung ihres geldpolitischen Mandats zu konzentrieren.

Obwohl die EZB – vor allem EZB-Präsident Draghi, Direktoriumsmitglied Benoît Cœuré<sup>40</sup> und die EZB-Experten in der Troika – an allen Verhandlungsetappen mitwirkte und gemeinsam mit Kommissionspräsident Juncker, Eurogruppen-Chef Jeroen Dijsselbloem und IWF-Chefin Christine Lagarde an allen maßgeblichen (oft nächtelangen) Verhandlungen mit Premierminister Tsipras und seiner unerfahrenen und oft durch interne Konflikte tief gespaltenen Regierung teilnahm, trat die gemeinsame Notenbank des Euroraums selbst nur zweimal in diesen Krisenmonaten mit eigenen Entscheidungen direkt in Erscheinung.

Die erste Entscheidung traf die EZB am 4. Februar 2015, als deutlich wurde, dass die neu gewählte Regierung Tsipras eine Fortführung des mit der Vorgängerregierung ausgehandelten Hilfsprogramms ablehnte. Die EZB beendete daraufhin die Sonderregelung (sogenannte „waiver“), die es griechischen Banken erlaubte, griechische Staatsanleihen trotz der problematischen Lage der griechischen Staatsfinanzen solange weiterhin als Sicherheiten bei geldpolitischen Geschäften der EZB einzureichen, wie Griechenland glaubwürdig ein mit den Eurostaaten vereinbartes Hilfsprogramm durchführte.<sup>41</sup> Dies hatte die Folge, dass griechische Banken Anfang Februar kein Zentralbankgeld mehr von der

38 Gerichtshof der Europäischen Union: Urteil C-62/14 vom 16. Juni 2015, Schlussanträge des Generalanwalts vom 14. Juni 2015, Rn. 142-151.

39 Markus Zydra: EZB: Nur Helfer, nicht Macher, in: *Süddeutsche Zeitung*, 20.1.2015, S. 4; *Financial Times*: The ECB is right to take a back seat on Greece, 6.2.2015, S. 8.

40 Cœuré war insbesondere Mitglied der sogenannten „Frankfurt Dinner Group“, in der persönliche Vertraute von Kommissionspräsident Juncker, EZB-Präsident Draghi, IWF-Chefin Lagarde und des griechischen Premierministers Tsipras zusammenkamen, um Konflikte auszuräumen und neue Lösungsmöglichkeiten zu erkunden; hierzu *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*: Großes Ringen um Athen, 19.4.2015, S. 1.

41 EZB: Eligibility of Greek bonds used as collateral in Eurosystem monetary policy operations, Pressemitteilung vom 4.2.2015.

EZB erhielten und somit auf Notfallliquidität (Emergency Liquidity Assistance, ELA) angewiesen waren, die ihnen die Bank von Griechenland solange zur Verfügung stellen durfte, wie ihr dies der EZB-Rat nicht durch einen mit Zwei-Drittel-Mehrheit zu treffenden Beschluss untersagte (siehe Art. 14.4 Satz 2 ESZB/EZB-Satzung). Auch wenn sich damit finanziell zunächst wenig für das griechische Bankensystem änderte – die bisher von der EZB zur Verfügung gestellte Liquidität im Umfang von knapp 60 Mrd. Euro wurde kurz darauf in Form von ELA in gleicher Höhe ausgeglichen<sup>42</sup> –, machte die EZB damit doch deutlich, dass die in der Krise zugunsten Griechenlands getroffene Sonderregelung nur dann Bestand haben könne, wenn die griechische Regierung mit den Eurostaaten im Rahmen eines Programms zusammenarbeitete.<sup>43</sup> Dies war ohne Zweifel einer der Faktoren, der die Regierung Tsipras dazu bewegte, Ende Februar einer provisorischen Programmverlängerung bis Ende Juni zuzustimmen und neue Programmverhandlungen mit der Troika aufzunehmen.

Die zweite Entscheidung traf die EZB, nachdem die Regierung Tsipras in den letzten Juni-Tagen 2015 beschlossen hatte, das Ergebnis der Verhandlungen mit der Troika in einem von einem Tag auf den anderen einberufenen Referendum am 5. Juli 2015 zur Abstimmung zu stellen. Da damit deutlich wurde, dass vor Auslaufen des bestehenden Programms am 30. Juni kein neues Programm mehr vereinbart werden konnte, beschloss die EZB am 28. Juni, die ELA auf dem aktuellen Stand von rund 89 Mrd. Euro einzufrieren.<sup>44</sup> Dies bedeutete für die griechische Regierung, dass sie angesichts der seit Wochen zu beobachtenden massiven Kapitalflucht umgehend Kapitalverkehrskontrollen einführen musste (insbesondere eine Grenze für Abhebungen von 60 Euro pro Tag), was von der Tsipras-Regierung als Erpressung seitens der EZB scharf kritisiert wurde.<sup>45</sup> Kritisiert wurde die Entscheidung unter umgekehrten Vorzeichen auch seitens der Deutschen Bundesbank, die für eine sofortige Beendigung der ELA eintrat, da durch das Referendum ein Grexit zu einer realen Option geworden war und die finanzielle Haftung für den Rest des Euroraums begrenzt werden musste.<sup>46</sup> Solche Rufe verstärkten sich, als die griechische Bevölkerung am 5. Juli 2015 die geplanten Programmauflagen mit 61,3 Prozent deutlich ablehnte.

Aus Sicht der EZB war es allerdings durchaus sinnvoll, sich auch nach dem Referendum weiterhin auf einer vorsichtigen Mittelposition zwischen den griechischen und deutschen Extremforderungen zu bewegen. Während eine unbegrenzte Weiterfinanzierung der griechischen Banken ohne jede Absicherung durch ein Hilfsprogramm der Eurostaaten die EZB in die gefährliche Nähe der monetären Finanzierung gerückt hätte und damit nicht in Frage kam, hätte eine sofortige Beendigung der ELA den Zusammenbruch des griechischen Bankensystems zur Folge gehabt und damit die Verwirklichung des Grexit-Szenarios beschleunigt – eine politische Entscheidung, die die EZB als Hüterin der gemeinsamen Währung verständlicherweise nicht treffen wollte. Die EZB konnte sich zu Recht auf den Standpunkt stellen, dass die Verträge die Unwiderruflichkeit des Euro und der Euro-Teilnahme der 19 Eurostaaten vorsehen (siehe Art. 140 Abs. 3 AEUV); und dass sie als für

---

42 Süddeutsche Zeitung: EZB ermöglicht Nothilfe für Griechenland, 6.2.2015, S. 1.

43 Süddeutsche Zeitung: Klare Botschaft aus Frankfurt, 6.2.2015, S. 5; zum EZB-internen Streit Financial Times: ECB split on move to cancel Greek waiver, 6.2.2015, S. 3.

44 EZB: ELA für griechische Banken wird auf aktuellem Niveau beibehalten, Pressemitteilung vom 28.6.2015.

45 Gegen den Beschluss der EZB hat das griechische Unternehmen Alcimos Consulting am 10.7.2015 eine Klage vor dem Gericht in Luxemburg anhängig gemacht; Europäischer Gerichtshof: Rechtssache T-368/15, 1. September 2015. Einen Antrag auf einstweilige Anordnung hat das Gericht bereits abgewiesen.

46 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Weidmann verurteilt Ela-Notkredite an Griechenland, 26.6.2015, S. 25.

die einheitliche Währung zuständige Zentralbank nicht aktiv Entscheidungen treffen darf, die diesen Vertragszielen direkt zuwiderlaufen. Solche Entscheidungen müssten, wenn überhaupt, auf Gipfeln der Staats- und Regierungschefs getroffen werden, nicht aber von der EZB.<sup>47</sup>

Zu einem solchen Entscheidungs-Gipfel kam es schließlich am 12./13. Juli 2015, auf dem sich die Staats- und Regierungschefs der Eurostaaten nach langem Ringen in den frühen Morgenstunden grundsätzlich auf ein neues Programm für Griechenland verständigten und damit – insbesondere auf Drängen von Kommissionspräsident Juncker und des französischen Staatspräsidenten François Hollande – einen Grexit nochmals abwenden konnten. EZB-Präsident Draghi konnte auf diesem Gipfel sicherstellen, dass die Eurostaaten bis zu 86 Mrd. Euro an weiteren Hilfgeldern für Griechenland (Drittes Griechenland-Programm) aufbrachten, von denen ein Großteil dazu dienen soll, die griechischen Banken zu rekapitalisieren. Kommissionspräsident Juncker half Draghi zudem dabei, eine Brückenfinanzierung bis zum Abschluss des neuen Griechenland-Programms aus dem nicht mehr aktiven Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) zu organisieren, damit Griechenland im Juli und August 2015 fällig werdende Anleihen, die von der EZB gehalten wurden, ablösen konnte. Der Ausfall eines Eurostaats gegenüber der EZB hätte für die Notenbank des Euroraums und die Währungsunion insgesamt erneut existentielle Fragen aufgeworfen, die sich wegen der von Juncker (trotz britischer Bedenken) arrangierten Brückenfinanzierung am Ende nicht mehr stellten.<sup>48</sup>

### **Weiterentwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion, Fünf-Präsidenten-Bericht**

Im ersten Halbjahr 2015 waren im Zusammenhang mit der institutionellen Weiterentwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion mehrere für die EZB bedeutsame Entwicklungen zu verzeichnen. Zunächst trat mit der Erweiterung des Euroraums um Litauen als 19. Eurostaat im EZB-Rat das bereits 2004 beschlossene Rotationssystem der Stimmrechte in Kraft. Dies führt dazu, dass seit Januar 2015 im EZB-Rat neben den sechs permanent stimmberechtigten Direktoriumsmitgliedern monatlich abwechselnd nur 15 der derzeit 19 teilnehmenden Zentralbankpräsidenten ein Stimmrecht haben. Bei der für das QE maßgeblichen EZB-Ratssitzung am 22. Januar 2015 waren zum Beispiel die Zentralbankpräsidenten aus Spanien, Estland, Irland und Griechenland nicht stimmberechtigt.<sup>49</sup> Bei der Sitzung am 4. Februar 2015, auf welcher der EZB-Rat das vorläufige Ende der Teilnahme griechischer Banken an den geldpolitischen Geschäften der EZB beschloss, waren die Zentralbankpräsidenten aus Frankreich, Irland, Griechenland und Zypern nicht stimmberechtigt. Ziel des neuen Systems ist es, die Entscheidungsfähigkeit des erweiterten EZB-Rats aufrechtzuerhalten.

Eine wichtige institutionelle Reform unternahm die EZB mit ihren Beschlüssen zur verstärkten Transparenz der geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats, die seit Januar 2015 nur mehr alle sechs Wochen (statt wie bisher monatlich) stattfinden. Inhaltsprotokolle

---

47 Financial Times: ECB weighs pulling plug on Greek banks, 18.2.2015, S. 2; Financial Times: ECB tries to avoid having any blood on its hands, 24.6.2015, S. 4; Financial Times: Draghi tries to avoid role of executioner, 7.7.2015, S. 2; Financial Times: Draghi faces anxious wait and see if he must decide Athens's fate, 13.7.2015, S. 2.

48 Financial Times: Athens wins lifeline as Draghi stands by Greece's place in euro. Plans for €7bn bridging finance to avert default, 17.7.2015, S. 1.

49 Siehe die Erläuterung des Rotationssystems der EZB: EZB veröffentlicht erste Liste aufgrund des Rotationsprinzips nicht stimmberechtigter Zentralbankpräsidenten, Pressemitteilung vom 18.9.2014.

(sogenannte „Monetary Policy Accounts“), die den wesentlichen Gegenstand der Beratungen zusammenfassend wiedergeben, werden jeweils drei Wochen nach einer geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats auf der Website der EZB veröffentlicht.<sup>50</sup> Erstmals geschah dies am 19. Februar 2015 hinsichtlich der Sitzung des EZB-Rats vom 21./22. Januar 2015, auf welcher das Anleihekaufprogramm PSPP beschlossen wurde.<sup>51</sup> Das 17-seitige Protokoll dokumentiert den Gang dieser wichtigen Beratungen und die wichtigsten Argumente aus der Debatte. Namentlich genannt werden nur die einleitend vortragenden Direktoriumsmitglieder, während die einzelnen Rede- und Diskussionsbeiträge wegen des strikten Vertraulichkeitsgebots in Art. 10.4 Satz 1 ESZB/EZB-Satzung ebenso wenig namentlich zugeordnet werden wie das Abstimmungsverhalten.

Eine Panne in der Kommunikationspolitik zwang die EZB im Mai 2015, die Verhaltens- und Kommunikationsregeln ihrer Direktoriumsmitglieder strikter zu regeln. Direktoriumsmitglied Cœuré hatte bei einem Abendessen in London vor Vertretern von Hedgefonds und Banken eine Rede gehalten, die der weiteren Öffentlichkeit – offenbar versehentlich – erst am Tag darauf auf der Website der EZB zur Verfügung gestellt worden war; dadurch hatten die bei dem Abendessen Anwesenden einen Informationsvorsprung bezüglich der Intentionen der EZB.<sup>52</sup> Die EZB beschloss daraufhin Leitlinien über Vortragsaktivitäten und Treffen, in denen unter anderem verankert ist, dass keine finanzmarktrelevanten Informationen an ausgewählte Gruppen weitergegeben werden dürfen.<sup>53</sup> Ab dem 1. November 2015 wird die EZB zudem jeweils nach Ablauf von drei Monaten die Terminkalender ihrer Direktoriumsmitglieder veröffentlichen, damit transparent wird, mit welchen externen Personen das Führungspersonal der EZB zusammentrifft.<sup>54</sup>

Institutionell von besonderer Bedeutung für die EZB war der am 22. Juni 2015 veröffentlichte Fünf-Präsidenten-Bericht mit dem Titel „Die Wirtschafts- und Währungsunion vollenden“. Dieser Bericht war im Auftrag des Europäischen Rates von Kommissionspräsident Juncker in enger Zusammenarbeit mit Donald Tusk, dem Präsidenten des Europäischen Rates, Martin Schulz, dem Präsidenten des Europaparlaments, Dijsselbloem, dem Präsidenten der Eurogruppe, und EZB-Präsident Draghi<sup>55</sup> erarbeitet worden. Die fünf Präsidenten hatten gemeinsam beschlossen, den Bericht trotz der Turbulenzen um Griechenland wie geplant Ende Juni 2015 zu veröffentlichen, um ein deutliches politisches Signal zu setzen: Trotz oder gerade wegen dieser Krise, die erneut erhebliche Zweifel am weiteren Zusammenhalt des Euroraums ausgelöst hat, unterstreichen die fünf Präsidenten ihre Entschlossenheit, die Wirtschafts- und Währungsunion weiter zu stärken, auszubauen und so ihre Unumkehrbarkeit zu bekräftigen. In das Zentrum des Berichts stellten die fünf Präsidenten die Forderung nach dem Aufbau einer Europäischen Einlagensicherung – das dringendste Projekt angesichts der fortbestehenden schädlichen Verbindungen zwischen Staats- und Bankschulden – sowie nach einer einheitlichen Außenvertretung des Euroraums im IWF; beides Reformen, die auf der Basis der bestehenden Verträge realisiert

---

50 EZB: Account of the Monetary Policy Meeting of the Governing Council of the European Central Bank held in Frankfurt am Main on Wednesday and Thursday, 21-22 January 2015, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2015/html/mg150219.en.html> (letzter Zugriff: 10.11.2015).

51 Süddeutsche Zeitung: Protokoll eines Tabubruchs, 20.2.2015, S. 19; Financial Times: ECB minutes on easing mark step out of shadows, 20.2.2015, S. 3.

52 Süddeutsche Zeitung: Panne bei der EZB, 22.5.2015, S. 19.

53 EZB: EZB veröffentlicht Leitlinien für Vortragsaktivitäten und Treffen, Pressemitteilung vom 6.10.2015.

54 EZB: ECB publishes calendars of its Executive Board Members, Pressemitteilung vom 30.10.2015.

55 Zum starken inhaltlichen Beitrag des EZB-Präsidenten zum Bericht siehe Mario Draghi: Stability and Prosperity in Monetary Union, Rede in Helsinki vom 27.11.2014.

werden können, sofern der erforderliche politische Wille besteht. Auch die mittelfristige Perspektive, ab Frühjahr 2017 mittels eines Weißbuchs der Kommission erneut Vertragsänderungen in Angriff zu nehmen und unter anderem ein europäisches Schatzamt für den Euroraum zu schaffen, gehört zu den zentralen Punkten des Fünf-Präsidenten-Berichts, mit dessen Umsetzung die Kommission am 1. Juli 2015 (laut Bericht Start der Phase 1 der Vollendung der Wirtschafts- und Währungsunion) begann. Es kann davon ausgegangen werden, dass EZB-Präsident Draghi gemeinsam mit den anderen vier Präsidenten die Realisierung der im Bericht genannten Reformschritte begleiten und regelmäßig vorantreiben wird. Denn die Griechenland-Krise 2015 hat deutlich gezeigt, dass die Eurokrise nicht vorbei ist, sondern jederzeit wieder ausbrechen kann, solange nicht eine dauerhafte Stabilisierung der Wirtschafts- und Währungsunion gelungen ist.<sup>56</sup>

Im Zusammenhang mit der angestrebten Vertiefung des Euroraums ist ein letztes Ereignis aus dem Jahr 2015 von Relevanz für das künftige Verhältnis des vertieften Euroraums zu Großbritannien. Die EZB war 2012 von Großbritannien verklagt worden, da sie von bestimmten Partnern ihrer Zentralbankgeschäfte (zum Beispiel von Clearing-Häusern und Derivate-Händlern) verlangt, eine Niederlassung im Euroraum zu haben. Diese „location policy“ der EZB wird von der britischen Regierung als diskriminierend und als Verstoß gegen die Binnenmarktregeln angesehen. Vor dem erstinstanzlichen Gericht in Luxemburg unterlag die EZB am 4. März 2015 in diesem Rechtsstreit.<sup>57</sup> Das Gericht setzte sich allerdings nicht inhaltlich mit der Frage auseinander, wie ein Konflikt zwischen den Binnenmarktregeln und den Erfordernissen der Währungsunion zu lösen sei, sondern verneinte bereits die Kompetenz der EZB, eine „location policy“ zu beschließen; die Kompetenz dazu habe nur der EU-Gesetzgeber. Diese salomonische Lösung des Rechtsstreits veranlasste die EZB, sich mit der Bank von England auf eine pragmatische Zusammenarbeit zu verständigen. Es ist zu erwarten, dass die damit weiterhin unbeantwortete Rechtsfrage in den Ende 2015 beginnenden Verhandlungen mit Großbritannien über die Zukunft des Landes in der Union eine wichtige Rolle spielen wird. Diese Verhandlungen werden von Kommissionspräsident Juncker und vom Europäischen Ratspräsidenten Tusk geführt. Die EZB ist dabei nicht Akteur, muss allerdings gemäß Art. 48 Abs. 3 und 6 des Vertrags über die Europäische Union gehört werden, sofern dabei (formal oder der Sache nach) Vertragsänderungen diskutiert werden, die institutionelle Änderungen im Währungsbereich betreffen.

---

56 Financial Times: Making a true union of an embattled eurozone. National governments should act promptly on the Juncker report, 30.6.2015, S. 8; Süddeutsche Zeitung, 22.06.2015, S. 1: „Juncker und Draghi werben um Vertrauen. Aus Sorge vor einem Scheitern des Griechenland-Gipfels legen die Chefs von EU und EZB einen Bericht vor, der Reformen der Euro-Zone verspricht. Vor allem die Sparer sollen besser geschützt werden.“

57 Europäischer Gerichtshof: Rechtssache T-496/11 vom 4. März 2015, noch nicht amtlich veröffentlicht; Frankfurter Allgemeine Zeitung: EZB unterliegt im Rechtsstreit mit London, 5.3.2015, S. 23; Financial Times: UK wins legal victory in battle over eurozone clearing houses, 5.3.2015, S. 2; Financial Times: Kommentar. The City avoids Brexit from trading in euros. ECB must stop trying to wrest financial activity away from London, S. 8.

**Weiterführende Literatur:**

Clemens De Lucia: La BCE en fait-elle trop, ou pas assez?, *Conjoncture*, Februar 2015, S. 2738.

Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2014, Frankfurt am Main 2015.

Europäische Zentralbank: EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit, Frankfurt am Main 2015.

Jean-Claude Juncker: Vorbereitung der nächsten Schritte für eine bessere wirtschaftspolitische Steuerung im Euro-Währungsgebiet. Analytische Note vorgelegt von Jean-Claude Juncker in enger Zusammenarbeit mit Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz, Brüssel, 12. Februar 2015.

Jean-Claude Juncker: Die Wirtschafts- und Währungsunion vollenden. Bericht vorgelegt von Jean-Claude Juncker in enger Zusammenarbeit mit Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi und Martin Schulz, Brüssel, 22. Juni 2015.

Josef Ruthig: Die EZB in der europäischen Bankenunion, *Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht* 178 (2014), S. 443-484.

Martin Selmayr: Das Recht der Währungsunion, in: Peter-Christian Müller-Graff (Hrsg.): *Enzyklopädie des Europarechts*, Band 4: Europäisches Wirtschaftsordnungsrecht, § 23, Baden-Baden 2015.

Martin Selmayr: Kommentierung der Artikel 127 und 282 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (EZB, ESZB und Eurosystem, insbesondere: Zentralbankmandat) sowie des Artikels 13 der Satzung des ESZB und der EZB (Präsident der Europäischen Zentralbank), in: Hans von der Groeben/Jürgen Schwarze/Armin Hatje: *Europäisches Unionsrecht, Kommentar*, Baden-Baden 2015.

Alexander Thiele: Die EZB vor Gericht, *Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft* 2015, S. 295.