

# Europäische Zentralbank

Martin Selmayr

Wer eines Tages die Finanzgeschichte der durch die Covid-19-Pandemie ausgelösten Krise schreibt, wird für den Euroraum sicherlich eines vermerken: Obwohl die nationalen Regierungen zum Schutz der Gesundheit das öffentliche Leben zunächst im Frühjahr, dann erneut im Winter 2020 und bis weit ins Jahr 2021 herunterfahren mussten, und obwohl der Euroraum dadurch gleich zwei deutliche Wirtschaftseinbrüche erlebte,<sup>1</sup> kam es in keinem der 19 Euro-Länder zu einer Kreditklemme. Unternehmen und private Haushalte erhielten überall im Euroraum auch während der mehrfachen „Lockdowns“ Darlehen zu extrem günstigen Bedingungen. Eine Erweiterung der Renditeabstände („spreads“) auf Staatsanleihen wie in der Finanzkrise fand (mit Ausnahme einiger Tage im März 2020) nicht statt. Das lag zum einen an der starken finanziellen Unterstützung in Höhe von rund 7 Prozent der Wirtschaftsleistung des Euroraums,<sup>2</sup> welche die Regierungen gemeinsam mit den EU-Institutionen mobilisierten, von der Finanzierung der Kurzarbeit über die Subventionierung von Umsatzausfällen sowie staatliche Garantien und Moratorien bis hin zum gemeinsamen Europäischen Aufbauplan „NextGenerationEU“ (NGEU) im Umfang von 750 Mrd. Euro. Zum anderen sorgte die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) während der gesamten Pandemie für günstige Finanzierungsbedingungen für alle Sektoren und Länder im Euroraum. Die EZB handelte dabei nicht nur komplementär zur Wirtschafts- und Finanzpolitik, sondern ergriff ihre Maßnahmen von Beginn an ähnlich entschlossen wie die US-amerikanische Federal Reserve (Fed). Dass der Euroraum im 2. Quartal 2021 wieder ein Wachstum von 2,2 Prozent (stärker als das der USA, Chinas und Japans) sowie einen Rückgang der Arbeitslosigkeit auf 7,6 Prozent (nach 8,4 Prozent ein Jahr zuvor) verzeichnete, war auch der EZB und ihren mittlerweile 3923 Mitarbeitern (1231 davon in der Bankenaufsicht, Stand: 31.12.2020) zu verdanken. Die Erfahrungen, welche die EZB mit ihrem frühen geldpolitischen Gegensteuern in der Covid-19-Krise sammelte, beeinflussten auch ihre am 8. Juli 2021 beschlossene neue geldpolitische Strategie. Die EZB möchte sich für die Zukunft als moderne Zentralbank aufstellen, die Inflation und Deflation gleichermaßen im Blick hat, die Folgen des Klimawandels berücksichtigt und sich in verständlicher Sprache an eine breitere Öffentlichkeit richtet. Gut zu erkennen ist hier die Handschrift von EZB-Präsidentin Christine Lagarde, die durch geschickte Führungsarbeit innerhalb der Notenbankgremien und kluge Abstimmung mit Politik und Finanzwelt dem Euroraum zunehmend ihren Stempel aufdrückt.

- 1 BIP-Wachstum im 2. Quartal 2020: –11,4 Prozent; im 4. Quartal 2020: –0,4 Prozent. Alle Zahlen in diesem Beitrag, soweit nicht anders angegeben, nach EZB: Wirtschaftsbericht 5/2021.
- 2 Stephan Haroutunian et al.: Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise, in: EZB: Wirtschaftsbericht 1/2021, S. 91–115; Malin Andersson et al.: Die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2020, in: EZB: Wirtschaftsbericht 2/2021, S. 55–62, hier S. 58.

## Geldpolitik: Mit Zentralbankbillionen gegen die Pandemiefolgen

Die EZB hatte gleich in den ersten Tagen der Pandemie im März 2020 ihre Geldpolitik massiv gelockert, um die äußerst negativen wirtschaftlichen Folgen der Krise abzufedern. Diese Politik behielt sie 2021 im Wesentlichen bei, wobei sie ihre Instrumente mehrfach rekaliбриerte und so an den Verlauf der Pandemie anpasste.

Prioritär war für die EZB, das Finanzsystem in der Krise großzügig mit Liquidität zu versorgen. Sie stellte deshalb Kreditinstituten über neue geldpolitische Geschäfte unbegrenzt Liquidität zu historisch günstigen Bedingungen zur Verfügung. Der EZB-Leitzins lag bereits seit März 2016 bei 0 Prozent, der Zinssatz der Einlagefazilität seit September 2019 bei -0,5 Prozent. Um die Kreditvergabe an die Realwirtschaft in der Krise so attraktiv wie möglich zu gestalten, ermöglichte die EZB es darüber hinaus all jenen Banken im Euroraum, die Unternehmen weiterhin oder verstärkt Kredite gewährten, diese über sogenannte gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III<sup>3</sup>) bei der EZB zu refinanzieren. Je nach Kreditvergabepraxis refinanzierte die EZB in der Krise zunächst bis zu 50 Prozent, ab Dezember 2020 sogar 55 Prozent<sup>4</sup> der vergebenen Kredite zu einem Zinssatz von -1 Prozent, zu gelockerten Sicherheitsauflagen sowie für einen Zeitraum von bis zu drei Jahren. Während der Pandemie mussten Kreditinstitute also für einen dreijährigen Zentralbankkredit von 100 Euro nur 99 Euro zurückzahlen, sofern sie diese Liquidität jedenfalls zur Hälfte als Kredite an Unternehmen, insbesondere an kleinere und mittlere Betriebe, weiterreichten. Die GLRG III, die bis Sommer 2022 zur Verfügung stehen, wurden stark in Anspruch genommen. Bis Juni 2021 stellte die EZB über dieses Instrument bereits 3,7 Bio. Euro zur Verfügung.<sup>5</sup>

Parallel bemühte sich die EZB darum, die Marktzinsen für einen längeren Zeitraum auf niedrigem Niveau halten, um so Staaten und Unternehmen überall im Euroraum die Finanzierung von Krisenmaßnahmen zu erleichtern und zugleich für eine rasche Wiederbelebung der Wirtschaft nach Beendigung der durch die Pandemie notwendig gewordenen Restriktionen zu sorgen. Solche längerfristigen Zinssignale kann eine Zentralbank am wirksamsten und direktesten durch den Ankauf von Unternehmens- und Staatsanleihen – also durch ein sogenanntes „Quantitative Easing“ – setzen. Bereits in den ersten Tagen der Krise hatte die EZB zu diesem Zweck ihr seit 2015 bestehendes und seit November 2019 wieder aktiviertes Programm zum Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen (APP<sup>6</sup>) für den Zeitraum von April bis Dezember 2020 um weitere 120 Mrd. Euro aufgestockt,

- 
- 3 Zur 3. Reihe der GLRG, die erstmals 2014 eingeführt wurden, vgl. EZB: Beschluss (EU) 2019/1311 vom 22.7.2019 über eine dritte Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (EZB/2019/21), in: Amtsblatt der EU L204, 2.8.2019, S. 10, geändert durch EZB: Beschluss (EU) 2019/1558 vom 12.9.2019, in: Amtsblatt der EU L238, 16.9.2019, S. 2; im Zuge der Covid-19-Krise geändert durch EZB: Beschluss (EU) 2020/407 vom 16.3.2020, in: Amtsblatt der EU L80, 17.3.2020, S. 23; erneut geändert durch EZB: Beschluss (EU) 2020/614 vom 30.4.2020, in: Amtsblatt der EU L141, 5.5.2020, S. 28; erneut geändert durch EZB: Beschluss (EU) 2021/124 vom 29.1.2021, in: Amtsblatt der EU L39, 3.2.2021, S. 93; erneut geändert durch EZB: Beschluss (EU) 2021/752 vom 30.4.2021, in: Amtsblatt der EU L161, 7.5.2021, S. 1.
  - 4 Martin Arnold: ECB prunes extension of cheap loans, in: Financial Times, 12./13.12.2020, S. 2.
  - 5 Francesca Barbiero/Miguel Boucinha/Lorenzo Burlon: Die GLRG III und ihr Einfluss auf die Kreditvergabebedingungen der Banken, in: EZB: Wirtschaftsbericht 6/2021, S. 118–144, hier S. 120.
  - 6 Beim APP gelten einige von der EZB beschlossene Selbstbeschränkungen hinsichtlich des Anlaufs von Staatsanleihen. Danach kauft die EZB vor allem maximal 33 Prozent der Staatsanleihen eines Mitgliedstaats (sogenanntes „issuer limit“); EZB: Beschluss (EU) 2020/188 vom 3.2.2020 über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten (EZB/2020/9), in: Amtsblatt der EU L39, 12.2.2020, S. 12. Art. 5 Abs. 2(b). Auf diese Weise will die EZB verhindern, dass die Marktmechanismen im Anleihemarkt zu sehr geschwächt werden, und so eine vom EU-Recht verbotene monetäre Finanzierung von Staatsschulden vermeiden.

was die APP-Käufe von monatlich 20 Mrd. Euro auf durchschnittlich rund 33 Mrd. Euro erhöhte.<sup>7</sup> Auch 2021 setzte die EZB die APP-Käufe mit einem Volumen von nun wieder 20 Mrd. Euro pro Monat fort,<sup>8</sup> kaufte also weitere Staats- und Unternehmensanleihen im Gegenwert von insgesamt 120 Mrd. Euro, um das Zinsniveau langfristig niedrig zu halten.

Wegen der drastischen wirtschaftlichen und finanziellen Situation hatte die EZB außerdem ihren Instrumentenkasten gleich zu Pandemie-Beginn durch ein neues, zeitlich begrenztes und im Vergleich zum APP deutlich ehrgeizigeres Pandemie-Notfallankaufprogramm (PEPP<sup>9</sup>) verstärkt. Gemäß dem PEPP kauft die EZB für die Dauer der Pandemie nochmals in deutlich größerem Umfang Staats- und Unternehmensanleihen, und zwar anders als beim APP ohne eine bestimmte monatliche Festlegung, sondern dynamisch je nach Lage der Pandemie.<sup>10</sup> Den Umfang des PEPP hatte der EZB-Rat am 18. März 2020 zunächst auf 750 Mrd. Euro bis jedenfalls Ende Dezember 2020 festgelegt. Wegen der andauernden Pandemie erweiterte die EZB das PEPP am 4. Juni 2020 um 600 Mrd. Euro auf 1.350 Mrd. Euro bis Ende Juni 2021, und schließlich am 19. Dezember 2020 um weitere 500 Mrd. Euro auf nunmehr insgesamt 1,85 Bio. Euro bis Ende März 2022.<sup>11</sup> Die Erträge aus dem PEPP sollen bis jedenfalls Ende 2023 zur Gänze in neue Anleihekäufe reinvestiert werden, was die geldpolitische Wirkung des Krisenprogramms für längere Zeit aufrechterhält.

Vor dem Hintergrund der bis weit ins Jahr 2021 hinein ungewissen Situation ging die EZB bei der Durchführung des PEPP flexibel und im Einklang mit der jeweiligen Pandemielage vor. Hatte sie zu Beginn der Pandemie im April, Mai und Juni 2020 gemäß dem PEPP Anleihen im Gegenwert von jeweils mehr als 100 Mrd. Euro gekauft, fiel das Ankaufvolumen ab Dezember 2020 auf unter 60 Mrd. Euro und im Januar 2021 sogar auf 53 Mrd. Euro. Daran zeigte sich, dass der Wirtschaftseinbruch während der zweiten Welle der Pandemie weniger schwer war. Zugleich war unklar, wie sich die Pandemie weiter entwickeln würde. Zwar gab es seit Jahresbeginn 2021 erste wirksame Impfstoffe gegen Covid-19, auch wenn diese auf Grund einiger organisatorischer Schwierigkeiten in Europa zu Beginn nur langsam verimpft werden konnten. Das Auftreten neuer Virusvarianten und die sich anbahnende dritte Welle der Pandemie belasteten jedoch den Wirtschaftsausblick. Wie die EZB auf diese volatile Lage reagieren sollte, war Hauptthema beim EZB-Rat am 11. März 2021. In der sich anschließenden Pressenkonferenz<sup>12</sup> unterstrich EZB-Präsidenten-

7 Die monatlichen Nettoankäufe im Rahmen des APP werden von der EZB auf ihrer Website unter „Monetary Policy“, „Instruments“, „Asset purchase programmes“, veröffentlicht; vgl. EZB: Asset purchase programme, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.de.html> (letzter Zugriff: 19.10.2021).

8 EZB: Pressemitteilung, Geldpolitische Beschlüsse, 10.12.2020.

9 EZB: Beschluss (EU) 2020/440 vom 24.3.2020 zu einem zeitlich befristeten Pandemie-Notfallankaufprogramm (EZB/2020/17), in: Amtsblatt der EU L91, 25.3.2020, S. 1, geändert durch EZB: Beschluss (EU) 2020/1143 vom 28.7.2020, in: Amtsblatt der EU L248, 31.7.2020, S. 24; erneut geändert durch EZB: Beschluss (EU) 2021/174 vom 10.2.2021, in: Amtsblatt der EU L50, 15.2.2021, S. 29.

10 Bei den Ankäufen von Staatsanleihen am Sekundärmarkt gemäß dem PEPP orientiert sich die EZB zwar wie beim APP bei deren Verteilung am Kapitalschlüssel der EZB, führt die Käufe allerdings flexibel über den Zeitverlauf, die Anlageklassen und die Länder hinweg durch, um auf die unterschiedliche Betroffenheit der Märkte und Mitgliedstaaten durch die Pandemie jeweils marktstabilisierend reagieren zu können.

11 Martin Arnold: ECB unveils fresh stimulus to aid recovery, in: Financial Times, 11.12.2020, S. 2; Christian Siedenbiedel: Die EZB legt kräftig nach, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11.12.2021, S. 1.

12 EZB: Pressekonferenz, Einleitende Bemerkungen, 11.3.2021, abrufbar unter: <https://www.bundesbank.de/resource/blob/722344/b3a63387263364a2004e1abfdbd24b6a/mL/2021-03-11-pressekonferenz-download.pdf> (letzter Zugriff: 19.10.2021).

tin Lagarde vor allem die fortbestehende Unsicherheit hinsichtlich der Pandemieentwicklung. Es bestünde zudem die Gefahr, dass die zu Jahresbeginn weltweit im Gefolge des bereits starken Wirtschaftsaufschwungs in den USA deutlich gestiegenen Anleiherenditen einen verfrühten Anstieg der Marktzinsen im Euroraum bewirkten, was die Finanzierungsbedingungen für alle Sektoren der Wirtschaft restriktiver gestalten könnte. Dies sei nicht wünschenswert, da wegen der andauernden Pandemie im Euroraum weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen notwendig seien. Die EZB beschloss deshalb, das Tempo ihrer Anleihekäufe gemäß dem PEPP deutlich zu erhöhen.<sup>13</sup> Im März 2021 kaufte die EZB gemäß dem PEPP bereits wieder Anleihen im Gegenwert von 73 Mrd. Euro, und von April bis Juni monatlich jeweils von rund 80 Mrd. Euro. Hinzu kamen die monatlichen Ankäufe gemäß dem APP im Umfang von weiteren 20 Mrd. Euro. In dieser Zeit erweiterte die EZB somit über ihre Anleihekaufprogramme PEPP und APP die Geldmenge monatlich um rund 100 Mrd. Euro, was sich mit den von der Fed nach wie vor jeden Monat angekauften Staats- und Hypothekenanleihen im Gegenwert von rund 120 Mrd. US-Dollar durchaus vergleichen ließ. Erst am 9. September 2021 beschloss der EZB-Rat, angesichts der inzwischen erreichten durchschnittlichen Impfquote von mehr als 70 Prozent der erwachsenen Bevölkerung und der sich deutlich aufhellenden Wirtschaftslage im Euroraum das Tempo der Anleihekäufe moderat zurückzufahren.<sup>14</sup> Seither kauft die EZB im Rahmen des PEPP Anleihen im Gegenwert von monatlich 60-70 Mrd. Euro. EZB-Präsidentin Lagarde machte gleichzeitig sehr deutlich, dass sie noch nicht an eine Drosselung der Anleihekäufe insgesamt denke („the lady isn’t tapering“<sup>15</sup>), also daran festhält, bei Bedarf das beschlossene Gesamtvolumen des PEPP von 1,85 Bio. Euro bis Ende März 2022 vollständig einzusetzen. Bis 1. Oktober 2021 hatte die EZB gemäß dem PEPP bereits Anleihen im Gegenwert von etwas mehr als 1,4 Bio. Euro erworben.<sup>16</sup>

Die Krisenmaßnahmen der EZB sind bisher als erfolgreich zu bewerten. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte blieben im Euroraum trotz der Pandemie historisch günstig. Auch deswegen wird für den Euroraum mittlerweile für 2021 und 2022 ein kräftiges Wirtschaftswachstum von 5 beziehungsweise 4,6 Prozent erwartet. Auch die Preisentwicklung erholte sich. War die Inflationsrate im Euroraum 2020 infolge der Pandemie auf 0,3 Prozent gesunken (nach 1,2 Prozent 2019) und hatte sie zwischen September und Dezember 2020 sogar ein Allzeittief von monatlich -0,3 Prozent erreicht, stieg sie Anfang 2021 wieder auf 0,9 Prozent, erreichte im Mai 2021 parallel zur inzwischen kräftig wachsenden Wirtschaft erstmals seit langem wieder 2 Prozent und überschritt ab August 2021 sogar 3 Prozent. Dies ließ sogleich – vor allem im deutschsprachigen Raum – Rufe nach einer Beendigung der lockeren Geldpolitik lauter werden. Folgt man dem legendären Spruch von William McChesney Martin, Fed-Chef von 1951 bis 1970, dann ist es die Aufgabe von Zentralbanken, die Bowle genau dann wegzunehmen, wenn die Party richtig in Stimmung gerät.<sup>17</sup> Mit anderen Worten: Zentral-

---

13 Martin Arnold/Joshua Oliver: ECB to step up pace of bond buying in bid to keep eurozone recovery on track, in: Financial Times, 12.3.2021, S. 1; Christian Siedenbiedel: Die EZB erhöht Tempo deutlich, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 23.3.2021, S. 23.

14 EZB: Pressemitteilung, Geldpolitische Beschlüsse, 9.9.2021.

15 Martin Arnold: ECB to slow crisis-era support as confidence grows in recovery, in: Financial Times, 10.9.2021, S. 1.

16 Die Gesamtsumme der PEPP-Käufe sowie das monatliche Kaufvolumen wird regelmäßig veröffentlicht unter EZB: Pandemic emergency purchase programme (PEPP), abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html> (letzter Zugriff: 19.10.2021).

17 John Plender: The case for continuing QE is hard to fathom, in: Financial Times, 20.8.2021, S. 7.

banken haben die unpopuläre Aufgabe, die geldpolitischen Zügel rechtzeitig anzuziehen, also Anleihekäufe zu beenden und Zinsen wieder zu erhöhen, bevor die Inflation außer Kontrolle gerät. Ob sich der Euroraum allerdings bereits in einer solch gefährlichen Lage befindet, ist unter Experten umstritten.<sup>18</sup> Die seit Sommer 2020 im Euroraum deutlich gestiegenen Preise sind vor allem auf zahlreiche temporäre Faktoren (zum Beispiel pandemiebedingte Lieferengpässe und die zur Kompensation der „Lockdowns“ 2020 beschlossene Senkung der deutschen Mehrwertsteuer, die Anfang 2021 wieder rückgängig gemacht wurde) zurückzuführen. Auch spielen sogenannte Basis-Effekte eine Rolle, da oftmals die 2021 deutlich gestiegenen Preise nur das Gegenstück zu den während der „Lockdowns“ 2020 stark gesunkenen Preise darstellen. Die EZB prognostizierte so zwar im September für 2021 eine durchschnittliche Inflationsrate von 2,2 Prozent, erwartet aber, dass diese 2022 wieder auf 1,7 Prozent und 2023 sogar auf 1,5 Prozent zurückgehen wird. Genau beobachtete die EZB die Entwicklung in den USA, die wegen eines anfänglich schnelleren Impftempos dem Euroraum wirtschaftlich um einige Monate voraus sind. Dort erreichte die Inflationsrate im Juni 2021 mit 5,4 Prozent, den höchsten Wert seit 13 Jahren,<sup>19</sup> auch wenn in den USA die Preissteigerung aufgrund struktureller Faktoren ausgeprägter und breiter angelegt ist als im Euroraum.<sup>20</sup> Bei der Fed werden deshalb Beschlüsse zur Drosselung („tapering“) ihrer Anleihekäufe zum Jahreswechsel erwartet.<sup>21</sup> Für die EZB besteht Anlass zu verstärkter Wachsamkeit vor allem wegen der Entwicklung in Deutschland, wo sich seit Herbst 2021 die Preisentwicklung (Inflationsrate im September: 4,1 Prozent<sup>22</sup>) über Tarifabschlüsse nun auch in der Lohnentwicklung spürbar niederschlägt.<sup>23</sup> Im Euroraum dürfte die Inflation daher insgesamt noch einige Monate lang anziehen, was durch weltweit steigende Energiepreise befördert wird.<sup>24</sup> Für Dezember 2021 bereitet die EZB deshalb Beschlüsse vor, die einen ebenso behutsamen wie schrittweisen Ausstieg aus ihren Pandemie-bedingten Krisenmaßnahmen für Frühjahr 2022 einleiten.

### Die neue EZB-Strategie: klarer, symmetrischer und grüner

Am 8. Juli 2021 beschloss die EZB nach monatelangen Anhörungen und Beratungen eine neue geldpolitische Strategie.<sup>25</sup> EZB-Präsidentin Lagarde hatte vor ihrem Amtsantritt gegenüber dem Europäischen Parlament (EP) eine umfassende Überprüfung der EZB-Strategie angekündigt – die erste seit 18 Jahren – und diese sogenannte „Review“ am 23. Januar 2020 eingeleitet. Grund für die Überprüfung waren das durch Globalisierung, demographischen Wandel, Digitalisierung und Klimawandel deutlich veränderte makro-

18 Financial Times: It is time for the ECB to talk about tapering, 9.9.2021, S. 10; Frederik Ducrozet: ECB must reassure asset purchases will not end prematurely, in: Financial Times, 10.9.2021, S. 9; Rana Foroohar: Post-pandemic inflation fears are overblown, in: Financial Times, 19.7.2021, S. 19.

19 Colby Smith/James Politi: Gathering pace of US inflation sets test for Fed policymakers, in: Financial Times, 14.7.2021, S. 1.

20 Gerrit Koester et al.: Vergleich der jüngsten Inflationsentwicklung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet, in: EZB: Wirtschaftsbericht 6/2021, S. 57 ff.

21 Colby Smith/Kate Duguid: Powell eyes year-end tapering move, in: Financial Times, 28./29.8.2021, S. 1.

22 Martin Arnold: German inflation climbs to 29-year high, in: Financial Times, 1.10.2021, S. 2.

23 Martin Arnold: Inflation spurs German pay strikes, in: Financial Times, 2./3.10.2021, S. 2.

24 Frankfurter Allgemeine Zeitung: Inflation in der Eurozone erreicht 3,4 Prozent, 2.10.2021, S. 27.

25 EZB: Pressemitteilung, ECB's Governing Council approves its new monetary policy strategy, 8.7.2021; vgl. ferner das vom EZB-Rat verabschiedete Dokument „The ECB's monetary policy strategy statement“ und die erläuternde Overview Note, abrufbar unter [https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview\\_monopol\\_strategy\\_statement.en.html](https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monopol_strategy_statement.en.html) (letzter Zugriff: 19.10.2021).

ökonomische Umfeld, die Erfahrungen der Finanzkrise sowie die Tatsache, dass die EZB seit Jahren trotz einer ausgeprägten Niedrigzinspolitik ihr selbst gesetztes Ziel einer mittelfristigen Preissteigerungsrate von „unter, aber nahe 2 Prozent“ nicht mehr hatte erreichen können, sondern dieses vielmehr seit mehr als einem Jahrzehnt (teilweise deutlich) unterschritt.<sup>26</sup> Wegen der Pandemie verzögerte sich der Überprüfungsprozess zunächst, zumal Lagarde Wert darauflegte, nicht nur Experten und Europa-Abgeordnete, sondern auch Bürger in die „Review“ einzubeziehen was neben Online- auch Präsenzveranstaltungen erforderlich machte. Unter der Überschrift „Die EZB hört zu“ initiierte Bürgerforen zu geldpolitischen Fragen sollten den strategischen Überlegungen der Zentralbanker eine gewisse Bodenhaftung verschaffen und die europäische Notenbank, die in der Finanzkrise im Euroraum viel Rückhalt verloren hatte, wieder näher an die Menschen bringen. Über das eigens hierfür eingerichtete Internet-Portal der EZB<sup>27</sup> gingen immerhin fast 4000 Kommentare zur geldpolitischen Strategie ein.

Die im EZB-Rat am Ende einvernehmlich, also mit Zustimmung jedes seiner 25 Mitglieder beschlossene neue Strategie orientiert sich selbstverständlich weiterhin am rechtlichen Mandat der EZB.<sup>28</sup> Die Mitgliedstaaten haben in den von ihnen allen ratifizierten Verträgen der EZB vorgeben, vorrangig Preisstabilität zu gewährleisten und andere Ziele (Wirtschaftswachstum, Vollbeschäftigung, Umweltschutz) nur zu unterstützen, soweit dies ohne Beeinträchtigung der Preisstabilität möglich ist (Art. 127 Abs. 1(1,2) AEUV). Im Rahmen dieses rechtlichen Mandats hat die EZB allerdings ein Ermessen, unabhängig ihre geldpolitische Strategie festzulegen. Von diesem Ermessen hatte die EZB bereits 1998 und 2003<sup>29</sup> Gebrauch gemacht, und sie tat dies im Juli 2021 erneut, wobei sie im Wesentlichen sechs Neuerungen beschloss.<sup>30</sup>

Als erste und zentrale Neuerung beschloss der EZB-Rat, das von ihm bisher verfolgte Ziel einer mittelfristigen Preissteigerungsrate von „unter, aber nahe 2 Prozent“ zu ersetzen. Künftig strebt die EZB stattdessen eine mittelfristige Preissteigerungsrate von 2 Prozent an. „Mittelfristig 2 Prozent“ – das ist ein besser verständliches und leichter zu kommunizierendes Ziel. Es ist symmetrisch zu verstehen, das heißt Abweichungen nach oben oder nach unten sind aus Sicht der EZB gleichermaßen unerwünscht, da sie sowohl inflationäre als auch deflationäre Entwicklungen vermeiden will. Zwar hatte die EZB bereits unter Präsident Mario Draghi ein solch symmetrisches Verständnis ihrem früheren Ziel zugrunde gelegt.<sup>31</sup> Doch wies die bisherige Formulierung „unter, aber nahe 2 Prozent“ darauf hin, dass offenbar eine Preissteigerungsrate von 1,5 Prozent für die

---

26 Die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum lag seit der globalen Finanzkrise 2009 bei nur 1,2 Prozent, in Deutschland bei 1,3 Prozent, also deutlich unter der von der EZB angestrebten Teuerungsrate von 2 Prozent; vgl. Isabel Schnabel: The spectre of inflation [Blog], ECB Blog, 14.9.2021, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210914~a514f7c553.en.html> (letzter Zugriff: 19.10.2021).

27 EZB: Die EZB hört zu, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/form.de.html> (letzter Zugriff: 10.10.2021); hier findet sich eine Zusammenfassung der Antworten.

28 Michael Ioannidis et al.: The mandate of the ECB: Legal considerations in the ECB's monetary policy strategy review, in: ECB, Occasional Paper Series 276, September 2021.

29 Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.), Jahrbuch der Europäischen Integration 2002/2003, Baden-Baden 2003, S. 117 ff.

30 Ausführlich hierzu der Aufsatz EZB: Überblick über die geldpolitische Strategie, in: Wirtschaftsbericht 5/2021, S. 89–106; sowie Deutsche Bundesbank: Die geldpolitische Strategie des Eurosystems, in: Monatsbericht September, 2021, S. 17 ff.

31 Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2019, Baden-Baden 2019, S. 127 ff., hier S. 132.

Notenbank weniger problematisch wäre als eine Teuerungsrate von 2,5 Prozent. Das neue Ziel einer Preissteigerungsrate von 2 Prozent wird von der EZB weiterhin nicht monatlich oder jährlich, sondern auf mittlere Sicht (das heißt als Durchschnittswert in einem Zeitraum von etwa zwei Jahren) angestrebt. Diese mittelfristige Zielsetzung ermöglicht es der EZB, beständig eine umfassende Verhältnismäßigkeitsprüfung<sup>32</sup> ihrer geldpolitischen Maßnahmen vorzunehmen und dabei kurzfristige Preiseffekte mit längerfristigen Beschäftigungs- und Finanzstabilitätsaspekten abzuwägen.

Als zweite Reform setzt sich die EZB dafür ein, in den kommenden Jahren bei der Inflationsmessung den Preis von selbstgenutztem Wohnraum in den Harmonisierten Verbraucherpreisindex der Europäischen Union einzubeziehen. Wohnkosten machen einen erheblichen Teil der Ausgaben privater Haushalte aus. Aber gerade in Europa hängt es sehr von nationalen Gegebenheiten und Traditionen ab, ob Menschen zur Miete leben oder Wohneigentum auf Kredit erwerben. Die Auswirkungen der Wohnkosten auf die Konsumentenpreise sind in beiden Fällen durchaus vergleichbar, weshalb die EZB mit ihrer Entscheidung – unter anderem auf Wunsch der Notenbanken in Deutschland und Österreich, also aus Ländern, wo traditionell eher gemietet als gekauft wird – eine bestehende Verzerrung bei der Inflationsberechnung zu beseitigen sucht. Allerdings kann nur der EU-Gesetzgeber – also das EP und der Rat der Europäischen Union (Rat) auf Vorschlag der Europäischen Kommission – den Harmonisierten Verbraucherpreisindex ändern, wofür das Vorhandensein von verlässlichen und vergleichbaren Daten Voraussetzung ist. Die EZB empfiehlt dafür nun einen Fahrplan und will außerdem in den kommenden Jahren auch eigene Maßnahmen ergreifen, um die Preisentwicklung bei selbstgenutztem Wohnraum präziser erfassen zu können. Experten erwarten, dass diese Reform – die in ähnlicher Weise aktuell auch von anderen Zentralbanken diskutiert wird<sup>33</sup> – die gemessene Inflation im Euroraum um etwa 0,25 Prozentpunkte erhöhen wird.<sup>34</sup>

Mit der dritten Neuerung in ihrer geldpolitischen Strategie integriert die EZB ihre in der Finanz- und Covid-19-Krise gesammelten Erfahrungen zur angemessenen geldpolitischen Vorgehensweise in und nach Krisenzeiten. Sollte die EZB krisenbedingt mit ihren Leitzinsen die effektive Untergrenze (die sogenannte „effective lower bound“) erreichen, unterhalb derer weitere Zinssenkungen nicht mehr wirkungsvoll sind, so kann dies aus Sicht der EZB „besonders kraftvolle oder lang anhaltende“ Maßnahmen, einschließlich von Anleihekäufen, erfordern, um zu verhindern, dass sich äußerst niedrige oder sogar negative Inflationsraten verfestigen. In einer solchen Situation kann es aus Sicht der EZB ausnahmsweise dazu kommen, dass durch das notwendige geldpolitische Gegensteuern eine Inflationsrate erreicht wird, die vorübergehend moderat über 2 Prozent liegt. Dies ist aber, wie die EZB deutlich macht, eine nur im Zusammenhang mit schweren Krisen denkbare Vorgehensweise. Anders als die Fed möchte die EZB nicht grundsätzlich Phasen niedriger und Phasen höherer Inflation gegeneinander aufrechnen – dies tut die Fed, seitdem sie im Herbst 2020 ein sogenanntes „average inflation targeting“, also eine Geldpoli-

32 Die Bedeutung einer solchen, von der EZB seit jeher vorgenommenen Verhältnismäßigkeitsprüfung war nach dem 5.5.2020 gestiegen, als das deutsche Bundesverfassungsgericht nach Belegen für eine solche Abwägung in den EZB-Beschlüssen und ihren Begründungen verlangte. Zu diesem Konflikt und seiner Lösung vgl. Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2020, Baden-Baden 2020, S. 125 ff., hier S. 134.

33 James Politi: Rising housing costs emerge as big factor in US inflation debate, in: Financial Times, 22.7.2021, S. 2.

34 Deutsche Bundesbank: Die geldpolitische Strategie des Eurosystems, in: Monatsbericht September, 2021, S. 17–64, hier S. 29.

tik anhand von Inflationsdurchschnittswerten, als neue Strategie beschlossen hat.<sup>35</sup> Die EZB toleriert demgegenüber ein vorübergehendes „Überschießen“ der Inflationsrate nur als Nebenwirkung von besonders kraftvollen oder langhaltenden geldpolitischen Sondermaßnahmen, wenn dies nach einer Phase krisenbedingt extrem niedriger Zinsen und Preise ausnahmsweise zur erneuten Verankerung der mittelfristigen Inflationsrate bei 2 Prozent notwendig sein sollte.

Die vierte Reform ihrer geldpolitischen Strategie betrifft den Analyserahmen, mithilfe dessen die EZB ihre Beschlüsse vorbereitet und begründet. Seit Gründung der EZB bestand dieser Rahmen aus einer monetären und einer ökonomischen Säule (sogenanntes „Zwei-Säulen-Konzept“), wobei die EZB ihre Entscheidungen jeweils zunächst mit Entwicklungen der Preise und der Geldmenge zu begründen suchte und dann einen Gegencheck mit der Entwicklung des weiteren makroökonomischen Umfelds vornahm. Hierin spiegelte sich noch das Erbe der Deutschen Bundesbank, deren Experten Inflation immer als monetäres Phänomen angesehen und daher ihren Schwerpunkt stets auf die monetäre Säule gelegt hatten. Eine strikte analytische Trennung zwischen monetären und ökonomischen Entwicklungen ist aber jedenfalls heutzutage nicht mehr sachgerecht, da zwischen beiden in der Realität zahlreiche Wechselbeziehungen und Verflechtungen bestehen. Die EZB nimmt deshalb seit Juli 2021 eine integrierte Analyse vor, in der sie ökonomischen, monetären und finanziellen Entwicklungen gleichermaßen Beachtung schenkt.

Eine weitere, fünfte Reform der geldpolitischen Strategie hat in der Öffentlichkeit besondere Beachtung gefunden,<sup>36</sup> auch weil sich EZB-Präsidentin Lagarde persönlich dafür eingesetzt hatte:<sup>37</sup> die Einbeziehung des Klimawandels in die von der EZB bei geldpolitischen Entscheidungen zu berücksichtigenden Faktoren. Zwar liegt es aus Sicht der EZB in erster Linie in der Verantwortung der Regierungen und Parlamente, Maßnahmen gegen den Klimawandel zu ergreifen. Die EZB erkennt aber die Notwendigkeit an, innerhalb ihres Mandats<sup>38</sup> Klimaschutzaspekte in ihren geldpolitischen Handlungsrahmen einzubeziehen. Dabei stellt die EZB zunächst fest, dass der Klimawandel spürbare Auswirkungen auf die Preise haben kann. Denn zum einen werden durch den Klimawandel Naturkatastrophen und extreme Wetterereignisse wahrscheinlicher, was direkte volkswirtschaftliche Kosten bei öffentlichen und privaten Stellen verursacht und sich so preistreibend auswirken kann. Zum anderen führt die zur Durchführung des Pariser Klimaabkommens seit 2015 weltweit und insbesondere in Europa betriebene Klimapolitik dazu, dass Wirtschaftstätigkeit, die auf fossile Brennstoffe setzt oder auf diese angewiesen ist, schrittweise teurer wird; die gegenwärtig in mehreren Mitgliedstaaten auf nationaler Ebene beschlossene CO<sub>2</sub>-Besteuerung trägt dazu ebenso bei wie in näherer Zukunft zum Beispiel die von der Europäischen Kommission am 14. Juli 2021 vorgeschlagenen EU-Gesetze zur Einführung eines Emissionshandels für die Sektoren Verkehr und Gebäude oder die geplante Pflicht zur Beimischung von Biotreibstoffen im Flugverkehr. Die EZB,

---

35 Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2020, Baden-Baden 2020, S. 125 ff., hier S. 139.

36 Markus Frühauf: Unser Planet brennt, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 5.6.2021, S. 30; Frankfurter Allgemeine Zeitung: Europäische Zentralbank will mit Geldpolitik das Klima schützen, 9.7.2021, S. 1.

37 Martin Selmayr: Europäische Zentralbank, in: Werner Weidenfeld/Wolfgang Wessels (Hrsg.): Jahrbuch der Europäischen Integration 2020, Baden-Baden 2020, S. 125 ff., hier S. 140.

38 EZB-Direktoriumsmitglied Frank Elderson: Greening monetary policy [Blog], ECB Blog, 13.2.2021, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210213~7e26af8606.en.html> (letzter Zugriff: 19.10.2021).

die vorrangig Preisstabilität zu gewährleisten hat, kann und darf solche für die Inflationsentwicklung relevanten Umstände nicht ignorieren, sondern muss sie bei der Festlegung ihrer Geldpolitik berücksichtigen. Außerdem verfügt die EZB über einige Instrumente, mit denen sie die von den EU-Institutionen und den 27 Mitgliedstaaten betriebene Klimapolitik unterstützen kann, ohne dabei ihr primäres Ziel der Preisstabilität zu gefährden. Einigen sich die EU-Institutionen zum Beispiel auf eine Klimataxonomie, also auf einen EU-Rechtsrahmen, der bestimmte Investitionen als ökologisch-nachhaltig qualifiziert, so kann die EZB auf diesen EU-Rechtsrahmen zurückgreifen, wenn sie selbst Risiko- und Nachhaltigkeitsbewertungen im Rahmen der von ihr selbst angelegten Portfolios, aber auch bei geldpolitisch motivierten Käufen von Unternehmensanleihen vornimmt.<sup>39</sup> Die EZB hat deshalb gleichzeitig mit ihrer geldpolitischen Strategie einen Aktionsplan beschlossen, demzufolge sie Klimarisiken und Nachhaltigkeitskriterien schrittweise in ihre Entscheidungen einbeziehen will.<sup>40</sup> Sie macht aber dabei deutlich, dass all diese Fragen zunächst vom EU-Gesetzgeber zu regeln sind, bevor die EZB die EU-rechtlich festgelegten Bewertungen unterstützend berücksichtigen kann. Um sich selbst eine gewisse Sachkunde über Preisrisiken und Nachhaltigkeitsbewertungen im Zusammenhang mit dem Klimawandel anzueignen, hat die EZB ein hauseigenes Klimazentrum geschaffen, in dem zehn EZB-Experten tätig sind, welche die weiteren EZB-Entscheidungen mit ihrem Rat begleiten sollen.<sup>41</sup> Schließlich will die EZB regelmäßig Klimastresstests bei den ihrer Aufsicht unterliegenden Kreditinstituten durchführen, um diese dazu zu bewegen, ihre finanzielle Ausstattung so sicher und nachhaltig wie möglich zu gestalten und zugleich durch den Klimawandel bewirkte Risiken für die Finanzstabilität frühzeitig zu identifizieren.<sup>42</sup>

Eine sechste und letzte bedeutsame Reform ist die der Kommunikation der EZB. Die EZB erkennt an, dass ihre Geldpolitik um so wirkungsvoller ist, wenn sie nicht nur in Fachkreisen, sondern auch in der breiten Öffentlichkeit verstanden wird. Die EZB möchte daher künftig allen Zielgruppen ihre geldpolitischen Beschlüsse so klar wie möglich erläutern. Die bislang unter der Überschrift „Einleitende Bemerkungen“ zu Beginn der EZB-Pressekonferenzen von der Präsidentin vorgetragene geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats werden in Zukunft als „Erklärung zur Geldpolitik“ („Monetary Policy Statement“)<sup>43</sup> inhaltlich gestrafft und allgemeinverständlicher formuliert. Für ein Expertenpublikum wird weiterhin der mehrfach im Jahr erscheinende EZB-Wirtschaftsbericht EZB-Beschlüsse und aktuelle Themen eingehend erläutern, wobei verstärkt auf die Leserfreundlichkeit geachtet werden soll. Der Wirtschaftsbericht soll ferner regelmäßige Aktualisierungen zu den Verhältnismäßigkeitsprüfungen der EZB enthalten. Schließlich möchte die EZB stärker visuelle Kommunikationsmittel sowie soziale Medien nutzen. Mitglieder des EZB-Direktoriums wenden sich seit 2020 über den EZB-Blog an die interessierte Öffentlichkeit, um aktuelle Fragen der Geldpolitik zu erklären. EZB-Präsi-

39 Eingehend hierzu Martin Selmayr: Grüne Finanzen für ein nachhaltiges, stärkeres Europa, in: Zeitschrift für Nachhaltigkeitsrecht 2021, S. 290 ff., hier S. 297 ff.

40 EZB: Pressemitteilung, EZB präsentiert Maßnahmenplan zur Berücksichtigung von Klimaschutzaspekten in ihrer geldpolitischen Strategie, 8.7.2021.

41 EZB: Pressemitteilung, ECB sets up climate change centre, 25.1.2021.

42 EZB-Vizepräsident Luis de Guindos: Shining a light on climate risks: the ECB's economy-wide climate stress test [Blog], ECB Blog, 18.3.2021, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210318~3bbc68ffc5.en.html> (letzter Zugriff: 10.10.2021); EZB: Pressemitteilung, Firms and banks to benefit from early adoption of green policies, ECB's economy-wide climate stress test shows, 22.9.2021.

43 EZB: Erklärung zur Geldpolitik, 22.7.2021, abrufbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2021/html/ecb.is210722~13e7f5e795.de.html> (letzter Zugriff: 19.10.2021).

dentin Lagarde selbst äußert sich regelmäßig per Twitter und LinkedIn. Schließlich bemüht sich die EZB neuerdings darum, ihre Entscheidungen durch pädagogische Graphiken zu veranschaulichen, die sie über ihre Webseite, Twitter und Facebook verbreitet.<sup>44</sup>

Die Neuerungen in der geldpolitischen Strategie der EZB sind insgesamt keine Revolution, sondern vielmehr eine weitgehend sinnvolle Weiterentwicklung im Rahmen ihres Mandats. Es scheint ein wenig, als schließe die EZB nach den nicht immer einfachen Erfahrungen in der Finanz- und Covid-19-Krise nun einen Prozess ab, in dem sie schrittweise zu einer normalen Zentralbank geworden ist. Sogar als „break from conservatism“ feierte die *Financial Times* die Reform.<sup>45</sup> Zwar bleibt die EZB auch künftig dem für viele Menschen wichtigen Primat der Preisstabilität verpflichtet und berücksichtigt stärker die Wohnkosten. Sie akzeptiert aber mit ihrem mittelfristigen Ziel von 2 Prozent eine leicht höhere Inflationsrate und erkennt zugleich an, dass es auch andere für sie relevante öffentliche Ziele gibt, insbesondere ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum, Finanzstabilität und den Kampf gegen den Klimawandel. Die EZB löst sich mit ihrer neuen Strategie somit ein Stück weiter vom übermächtigen Erbe der Bundesbank, ja man kann sagen: Sie wird erwachsen.<sup>46</sup> Auch wenn die EZB wohl weiterhin einen etwas weniger aggressiven Kurs als die Fed verfolgen wird, wie insbesondere ihr symmetrisches 2-Prozent-Ziel zeigt, und obwohl sie verstärkt Wert auf die Verhältnismäßigkeit ihrer Maßnahmen legt, hat die Neuausrichtung gerade im deutschsprachigen Raum zu Kritik geführt.<sup>47</sup> Die Erfahrungen in den vergangenen Krisenjahren haben jedoch gezeigt, wie wichtig eine ebenso handlungsfähige wie im Rahmen ihres Mandats flexibel agierende Notenbank für Stabilität und Zusammenhalt im Euroraum ist. Auch aus diesem Grund gelang es Lagarde, am 8. Juli 2021 alle 25 Mitglieder des EZB-Rates überraschend schnell zur Zustimmung zu dieser wichtigen Reform zu bewegen.

### Streit um den EZB-Zinsausblick

Zum ersten Testfall für die neue Strategie der EZB kam es am 22. Juli 2021, als der EZB-Rat über die sogenannte „Forward Guidance“, also ihre geldpolitische Ausrichtung für die kommenden Jahre zu entscheiden hatte. Nach kontroversen Diskussionen, in der unterschiedliche Einschätzungen der Risiken für die Preisentwicklung deutlich wurden,<sup>48</sup> beschloss der EZB-Rat mehrheitlich (offenbar gegen die Stimmen der Zentralbankpräsidenten aus Deutschland<sup>49</sup>, Österreich, den Niederlanden und Belgien<sup>50</sup>), den Ausblick zu geben, dass die Leitzinsen auf absehbare Zeit „auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden“.<sup>51</sup> Eine Zinserhöhung sei erst denkbar, wenn die Inflationsrate „deutlich“ vor Ende des üblichen EZB-Projektionszeitraums von drei Jahren 2 Prozent

---

44 EZB: Unsere Erklärung zur Geldpolitik auf einen Blick, 2021, abrufbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/mopo\\_statement\\_explained\\_september.de.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/html/mopo_statement_explained_september.de.html) (letzter Zugriff: 19.10.2021).

45 Martin Arnold: ECB's new 2% inflation target offers room to keep rates at historic low, in: *Financial Times*, 9.7.2021, S. 1.

46 Martin Sandbu: The European school of central banking has had its day, in: *Financial Times*, 14.7.2021.

47 Gerald Braunberger: Das unterschätzte Ziel, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 9.7.2021, S. 1.

48 Martin Arnold: ECB faces split over how to apply inflation strategy, Lagarde warns, in: *Financial Times*, 13.7.2021, S. 1; Martin Arnold: ECB divisions open over shift in inflation and rate-setting stance, in: *Financial Times*, 23.7.2021, S. 1.

49 Jens Weidmann: „Inflationsraten, die in Richtung 5 Prozent gehen“, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 24.7.2021, S. 19.

50 *Frankfurter Allgemeine Zeitung*: Kritik an EZB-Zinsausblick, 24.7.2021, S. 27.

51 EZB: Erklärung zur Geldpolitik, 2021.

erreicht, diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums „dauerhaft“ hält, und der EZB-Rat der Auffassung ist, „dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten ist, um mit einer mittelfristig bei 2 Prozent stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein.“<sup>52</sup> Der EZB-Rat ergänzte mehrheitlich: „Dies geht unter Umständen damit einher, dass die Inflation vorübergehend moderat über dem Zielwert liegt.“<sup>53</sup>

Die EZB will sich also in den kommenden Jahren nicht mit einem punktuellen, vorübergehenden oder nicht nachhaltigen Erreichen ihres 2-Prozent-Ziels zufriedengeben, sondern setzt alles daran, um endlich die seit der Finanzkrise historisch niedrigen Inflationsraten zu überwinden, sich von der effektiven Untergrenze der Zinsen dauerhaft zu lösen und so wieder an geldpolitischem Handlungsspielraum zu gewinnen. Auch wenn die EZB wohl ab Frühjahr 2022 ihr Pandemie-Notfallprogramm PEPP zurückfahren wird, ist damit eine erste Zinserhöhung vor 2024 kaum zu erwarten. Dem EZB-Zinsausblick zufolge wird die EZB sogar einige Monate, in denen die Inflationsrate moderat über 2 Prozent liegt, hinnehmen, solange ihre Prognosen für die kommenden Jahre nicht klar zeigen, dass die Inflationsrate sich dauerhaft wieder bei mittelfristig 2 Prozent einpendelt. Das ist nicht ohne Risiko. Doch dieses Risiko will die von Präsidentin Lagarde geführte EZB lieber in Kauf nehmen als eine dauerhafte Unterschreitung ihres Preisstabilitätsziels. Denn dies würde sie auf Jahre zum Festhalten der Leitzinsen an der nicht nur in Zentralbankkreisen ungeliebten effektiven Untergrenze zwingen.

### **Euro-Wechselkurs: Pandemiebedingtes Auf und Ab**

Wie die Geldpolitik war auch der Wechselkurs des Euro stark von der Pandemieentwicklung abhängig. So stieg der nominale effektive Wechselkurs des Euro (gemessen an den Währungen der 42 wichtigsten Handelspartner des Euroraums) zunächst im Verlauf des Jahres 2020 um 7,2 Prozent. Bilateral war hierfür eine Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um 9,5 Prozent ausschlaggebend (Dezember 2020: 1 Euro = 1,217 US-Dollar), wobei in den USA das volatile Covid-19-Krisenmanagement sowie die Ungewissheit über den Ausgang der Präsidentschaftswahlen die Wachstumsaussichten lange belasteten. Auch gegenüber dem Pfund Sterling stieg der Euro-Kurs 2020 um 7 Prozent, schwankte aber vor allem aufgrund der wechselhaften Erwartungen im Zusammenhang mit dem Brexit und seinen Folgen für das Vereinigte Königreich im Jahresverlauf erheblich. Auch gegenüber dem japanischen Yen und dem chinesischen Renminbi gewann der Euro 2020 4,2 beziehungsweise 2,1 Prozent an Wert.

Mit Jahresbeginn 2021 änderte sich die Lage. Die Wahl von Joe Biden zum US-Präsidenten beflügelte die Märkte, und die von ihm angekündigten billionenschweren Konjunkturprogramme und der zunächst raschere Impffortschritt in den USA im Vergleich zu Europa verstärkten die positive Grundstimmung in den USA. Es wurde deshalb mit einer schnelleren Normalisierung der Geldpolitik in den USA als im Euroraum gerechnet, weshalb der Euro gegenüber dem US-Dollar bis August 2021 um 0,5 Prozent im Jahresvergleich abwertete. Für einen Euro erhielt man im August 2021 1,177 US-Dollar. Auch in Relation zu anderen wichtigen Währungen verlor der Euro an Wert, so beispielsweise zum chinesischen Renminbi (-7 Prozent) und zum Pfund Sterling (-5,3 Prozent), während er gegenüber dem japanischen Yen bis August 2021 wegen des dort nur schleppenden Impf-

52 EZB: Erklärung zur Geldpolitik, 2021.

53 Ibid.

fortschritts um 3,1 Prozent an Wert gewann. Insgesamt gab der nominale effektive Wechselkurs des Euro zwischen August 2020 und August 2021 um 1,7 Prozent nach, was sich unterstützend auf die akkommodierende Geldpolitik der EZB auswirkte.

Einen weiteren Schritt in Richtung Euro-Einführung machte 2021 Kroatien, das mit seiner Währung Kuna seit Juli 2020 am Wechselkursmechanismus II (WKM II) teilnimmt und seit Oktober 2020 Mitglied der die Währungsunion heute ergänzenden Bankenunion ist. Am 10. September 2021 unterzeichnete der kroatische Notenbankgouverneur mit der Europäischen Kommission eine Absichtserklärung, derzufolge Kroatien mit der Vorbereitung für die Prägung von Euro-Testmünzen beginnen kann.<sup>54</sup> Dazu gehört die Auswahl der Motive für die nationale Seite der Münzen durch Kroatien. Nach einem Ideenwettbewerb, gab die kroatische Regierung bekannt, dass auf Kroatiens Euromünzen jeweils das berühmteste Nationalsymbol des Landes zu sehen sein: das auch vom Trikot der Fußballnationalmannschaft bekannte Schachbrettmuster. Auf die Rückseiten der Münzen über fünfzig, zwanzig und zehn Cent will man das Porträt des 1865 in der Habsburg-Monarchie geborenen genialen Erfinders, Physikers und Ingenieurs Nikola Teslas prägen, der auch dem bekannten US-amerikanischen Hersteller von Elektroautos seinen Namen gab. Dies sorgte für einiges Aufsehen, da sich Tesla stets als Serbe und nicht als Kroatie verstanden hatte, weshalb es zu Protesten aus Kroatiens Nachbarland Serbien kam.<sup>55</sup> Kroatiens Präsident Zoran Milanovic entgegnete darauf auf Facebook, dass Serbien ebenfalls Tesla als Motiv wählen solle, wenn es eines Tages den Euro einführt. Serbiens Präsident Alexander Vučić zeigte sich schließlich versöhnlich. Tesla sei ein Genie, das der gesamten Menschheit gehöre, es sei daher kein Problem, wenn er auch den Kroaten gehöre.<sup>56</sup> Kroatiens Premierminister Andrej Plencović bekräftigte währenddessen, dass seine Regierung alles tun werde, um die Kriterien für die Euro-Einführung 2023 zu erfüllen.

### Startschuss für den digitalen Euro

Wie in den meisten modernen Volkswirtschaften machen auch im Euroraum Banknoten und Münzen heute weniger als zehn Prozent der Geldmenge aus. Ganz überwiegend besteht Geld aus von Kreditinstituten unter Aufsicht der EZB geschaffenem Giralgeld, und damit nur in digitaler Form. Daneben treten zunehmend von Privatunternehmen geschaffene digitale Zahlungsinstrumente. Teilweise handelt es sich dabei um an reguläre Bankkonten gebundene digitale Zahlungssysteme, die, wie ApplePay oder PayPal, Online-Zahlungen mit dem jeweils geltenden gesetzlichen Zahlungsmittel erleichtern. Teilweise versuchen aber auch Anbieter von sogenannten Kryptowährungen wie Bitcoin, sich an die Stelle gesetzlicher Zahlungsmittel zu setzen. Aktuell gibt es schätzungsweise mehr als 8000 Kryptowährungen weltweit.<sup>57</sup> Im Juni 2021 ging El Salvador sogar soweit, auf Initiative seines schillernden Präsidenten Nayib Bukele Bitcoin zum gesetzlichen Zahlungsmittel zu erklären.<sup>58</sup> Zentralbanken weltweit beobachten Kryptowährungen mit

---

54 Europäische Kommission: Pressemitteilung, Umstellung auf den Euro: Vereinbarung mit Kroatien zur Vorbereitung der Herstellung von Euro-Münzen geschlossen, 10.9.2021, IP/21/4641.

55 Michael Martens: Ein Serbe auf kroatischen Münzen?, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 7.8.2021, S. 11.

56 ORF-Online: Tesla-Euro? Kroatien darf jetzt seine Münzen prägen, 11.9.2021, abrufbar unter: <https://orf.at/stories/3228062/> (letzter Zugriff: 19.10.2021).

57 Gary Gorton/Jeffery Zhang: Taming Wildcat Stablecoins, in: SSRN Papers, 1.10.2021, abrufbar unter: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3888752](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3888752) (letzter Zugriff: 19.10.2021).

58 Tjerk Brühwiller: Präsident mit Laser-Augen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 11.6.2021, S. 26; Christine Murray: Salvadorans give bitcoin lukewarm welcome, in: Financial Times, 11./22.9.2021, S. 4.

erheblichem Misstrauen, da diese wegen der mit ihnen verbundenen Anonymität nicht nur ein beliebtes Instrument für Geldwäsche, Terrorismusfinanzierung und andere kriminelle Aktivitäten darstellen, sondern auch im Wert extrem volatil sind und deshalb erhebliche Risiken für die Finanzstabilität mit sich bringen. Zudem könnten Kryptowährungen das gesetzliche Monopol der Zentralbanken über die Geldschöpfung in Frage stellen. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel – gewissermaßen die Zentralbank der Zentralbanken – bezeichnete deshalb im Juli 2021 das Entstehen von Kryptowährungen als eine für Finanzsystem und Wettbewerb problematische Entwicklung, die mit dem öffentlichen Gemeinwohl nicht vereinbar sei, und empfahl den Zentralbanken, selbst digitale Zentralbankwährungen („central bank digital currency“, CBDC) anzubieten.<sup>59</sup>

Die EZB erwägt schon seit einiger Zeit die Schaffung eines digitalen Euros.<sup>60</sup> Die geldähnlichen Angebote zahlreicher US-Internetunternehmen, aber auch die Arbeiten Chinas an einem digitalen Renminbi,<sup>61</sup> zeigen, wie strategisch wichtig ein digitaler Euro für die Zukunft der einheitlichen Währung sein könnte. Die EZB geht dabei allerdings Schritt für Schritt vor, da sie sicherstellen will, dass neue Geldformen und Zahlungsarten, die die EZB in Zukunft anbieten könnte, das Vertrauen der Bevölkerung genießen. Im Oktober 2020 leitete die EZB so mit einem Bericht zum digitalen Euro eine öffentliche Konsultation ein.<sup>62</sup> Auf Basis der Ergebnisse dieser Konsultation startete die EZB am 14. Juli 2021 die Untersuchungsphase eines Projekts zum digitalen Euro.<sup>63</sup> „Unsere Arbeit soll sicherstellen, dass Privatpersonen und Unternehmen im digitalen Zeitalter weiterhin Zugang zu der sichersten Form von Geld – dem Zentralbankgeld – haben“, sagte EZB-Präsidentin Lagarde, als sie in Frankfurt am Main den Startschuss für die Arbeiten am digitalen Euro gab. Diese Arbeiten, die voraussichtlich zwei Jahre in Anspruch nehmen werden, sollen ergebnisoffen geführt werden, das heißt die Entscheidung, ob ein digitaler Euro eingeführt wird, ist noch nicht getroffen. In jedem Fall, so betont die EZB bei jeder Gelegenheit, würde ein digitaler Euro das Bargeld nur ergänzen, es aber nicht ersetzen. Dies ist angesichts der aktuellen Rechtslage auch geboten. Denn Art. 128 Abs. 1(3) AEUV schützt laut einem aktuellen Urteil des Gerichtshofs der Europäischen Union das Bargeld in Gestalt von Euro-Banknoten verfassungsrechtlich.<sup>64</sup> Ein digitaler Euro darf deshalb nicht zur Abschaffung des (vor allem im deutschsprachigen Raum nach wie vor sehr beliebten) Bargeldes führen, das auch weiterhin neben einem digitalen Euro zur Verfügung stehen muss. Die EZB ist sich dieser Herausforderungen nur zu bewusst. Neben technischen und rechtlichen Fragen muss sie ferner untersuchen, wie bei einem digitalen

59 Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: CBDCs: an opportunity for the monetary system, BIS Annual Report 2020/2021, 29.6.2021, S. 65 ff.; Financial Times: A blueprint for central bank digital currencies, 24.6.2021, S. 16; Eva Szalay: Central Banks step up fight with bitcoin and rivals, in: Financial Times, 24.6.2021, S. 8; sowie Eva Szalay: Central banks sceptical of reserve role for bitcoin, in: Financial Times, 8.7.2021, S. 9.

60 Dafür plädiert insbesondere das für den digitalen Euro zuständige EZB-Direktoriumsmitglied Fabio Panetta; vgl. das Interview mit diesem von Martin Arnold: Digital euro 'would combat unstable coins', in: Financial Times, 21.6.2021, S. 2. Die EZB-Webseite „Ein digitaler Euro“ erhält umfangreiche, pädagogisch aufbereitete Hintergrundinformationen; abrufbar unter: [https://www.ecb.europa.eu/paym/digital\\_euro/html/index.de.html](https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/html/index.de.html) (letzter Zugriff: 19.10.2021).

61 Diana Choyleva: China advances in challenge to dollar hegemony, in: Financial Times, 2.7.2021, S. 9.

62 EZB: Pressemitteilung, EZB intensiviert Arbeiten am digitalen Euro, 2.10.2020; EZB: Report on a digital euro, 2.10.2020.

63 EZB: Pressemitteilung, Das Eurosystem startet Projekt zum digitalen Euro, 14.7.2021.

64 Europäischer Gerichtshof: Urteil vom 26.1.2021, Hessischer Rundfunk/Johannes Dietrich, Norbert Häring, C-422/19.

Euro der Datenschutz gewährleistet und was für Veränderungen er im gegenwärtig weitgehend auf Kreditinstituten als Intermediären zum Endverbraucher beruhenden Geldsystem bewirken würde. Zugleich kann sich die EZB einer Entwicklung nicht verschließen, in der Online-Zahlungen auch infolge der Erfahrungen in der Covid-19-Krise zunehmend zum Alltag gehören. Eine moderne Zentralbank muss sich deshalb besser früher als später auf das anbrechende digitale Währungszeitalter<sup>65</sup> einstellen, wenn sie in der Lage sein will, ihre vorrangige Aufgabe, Preisstabilität zu gewährleisten, auch künftig noch zu erfüllen.<sup>66</sup> Die Europäische Kommission<sup>67</sup> und die Finanzminister der Euro-Länder<sup>68</sup> unterstützen deshalb die Arbeiten der EZB am digitalen Euro.

### Weiterführende Literatur

EZB: Jahresbericht 2020, Frankfurt am Main 2021.

EZB: EZB-Jahresbericht zur Aufsichtstätigkeit 2020, Frankfurt am Main 2021.

Sandra Grünwald et al.: Digital Euro and ECB Powers, in: Common Market Law Review 58/2021, S. 1029–1056.

Joscha Wullweber: Zentralbankkapitalismus, Berlin 2021.

---

65 Markus Brunnermeier: Central banks face tough choices over digital currencies, in: Financial Times, 8.7.2021, S. 17, der den Sommer 2021 insofern als „a turning point“ bezeichnet. Sogar „ein neues digitales Bretton Woods“ fordert Ravi Menon, der Notenbankchef Singapurs; Christoph Hein: Ein digitales Bretton Woods, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 9.7.2021, S. 25.

66 Martin Wolf: Money must adapt to new technology, in: Financial Times, 21.7.2021, S. 19.

67 Die Kommission begrüßte die Entscheidung der EZB, den Startschuss für einen möglichen digitalen Euro zu geben, vgl. Europäische Kommission: Daily News, 14.7.2021, abrufbar unter: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex\\_21\\_3703#3](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_21_3703#3) (letzter Zugriff: 19.10.2021). Die Kommission sieht in einem digitalen Euro auch Chancen für eine stärkere internationale Rolle des Euro und die strategische Autonomie der EU und will deshalb eng mit der EZB bei der technischen Vorbereitung eines digitalen Euro zusammenarbeiten; Europäische Kommission: Mitteilung, Das europäische Wirtschafts- und Finanzsystem: Mehr Offenheit, Stärke und Resilienz, 19.1.2021, COM(2021) 32, S. 12 ff.

68 Deutsches und Französisches Finanzministerium: Gemeinsame Erklärung zum digitalen Euro, 14.7.2021, abrufbar unter: <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Europa/statement-digitaler-euro.html> (letzter Zugriff: 19.10.2021).