



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

DIE GELDPOLITIK DER EZB

2004



© Europäische Zentralbank, 2004

Anschrift

Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main

Postanschrift

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main

Telefon

+ 49 69 1344 0

Internet

<http://www.ecb.int>

Fax

+ 49 69 1344 6000

Telex

411 144 ecb d

Für die Erstellung dieser Publikation ist das Direktorium der EZB verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht (deutsche Fassung von der Deutschen Bundesbank). In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.

Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war Ende Juni 2003.

ISBN 92-9181-491-1 (Druckversion)
ISBN 92-9181-492-X (Internet-Version)

INHALT

VORWORT	7
----------------	----------

KAPITEL 1

Der institutionelle Rahmen der einheitlichen Geldpolitik	9
---	----------

KAPITEL 2

Die Wirtschafts- und Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets	17
2.1 Wichtige Merkmale der Realwirtschaft	17
2.2 Arbeitsmarkt	19
2.3 Öffentlicher Sektor	21
2.4 Außenhandel	23
2.5 Finanzstruktur	26
2.6 Finanzmärkte	30
2.7 Finanzintermediäre	35

KAPITEL 3

Die geldpolitische Strategie der EZB	41
3.1 Die Rolle der Geldpolitik und die Vorteile der Preisstabilität	41
3.2 Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik	44
3.3 Die geldpolitische Strategie der EZB: Allgemeine Grundsätze	51
3.4 Die quantitative Definition von Preisstabilität der EZB	52
3.5 Die Analyse der Risiken für die Preisstabilität im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB	57
3.6 Rechenschaftspflicht, Transparenz und Kommunikation	70

KAPITEL 4

Durchführung der Geldpolitik	75
4.1 Allgemeine Grundsätze und Ziele bei der Ausgestaltung des Handlungsrahmens	75
4.2 Überblick über den Handlungsrahmen des Eurosystems	77
4.3 Mindestreserven	81
4.4 Offenmarktgeschäfte	84
4.5 Ständige Fazilitäten	90
4.6 Zentralbankliquidität und der Liquiditätsbedarf des Bankensystems	91
4.7 Erfahrungen von Januar 1999 bis Juni 2003	95

KAPITEL 5

Die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik in den ersten Jahren ihres Bestehens	97
5.1 Einleitung	97
5.2 Grundlegende Entwicklungen	98
5.3 Eine Bewertung der Geldpolitik in diesem Zeitraum	105

ANHANG

Geschichte – Die drei Stufen der Wirtschafts- und Währungsunion	107
---	------------

GLOSSAR	111
----------------	------------

LITERATURVERZEICHNIS	129
-----------------------------	------------

INDEX	135
--------------	------------

KÄSTEN

1.1	Wichtige Bestimmungen des EG-Vertrags und der ESZB-Satzung	14
2.1	Institutionelle Regelungen auf EU-Ebene zur Gewährleistung solider öffentlicher Finanzen	24
2.2	Finanzmärkte: Wichtige Begriffe	31
2.3	Monetäre Aggregate	37
3.1	Empirische Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet	49
3.2	Konstruktion und Merkmale des HVPI	54
3.3	Die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik der EZB	56
3.4	Alternative geldpolitische Strategien	58
3.5	Statistiken im Zusammenhang mit den wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	61
3.6	Langfristige Betrachtung von Geldmenge und Preisen	67
3.7	Der Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum	68
3.8	Die wichtigsten Kommunikationskanäle der EZB	73
4.1	Geschäftspartner und Sicherheiten	79
4.2	Änderungen der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Mindestreserve-Erfüllungsperioden ab März 2004	86
4.3	Arten von Offenmarktgeschäften	89

TABELLEN

2.1	Schlüsseldaten der Realwirtschaft des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2002	18
2.2	Erwerbsbeteiligung nach Geschlecht und Altersgruppe im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2002	20
2.3	Außenhandel des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2002	26
2.4	Geldvermögen und Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren im Euro-Währungsgebiet (Stand: Ende 2002)	28
2.5	Umlauf an kurzfristigen Euro-Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	32
2.6	Umlauf an langfristigen Euro-Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	33
2.7	Umlauf an Schuldverschreibungen (ohne Fremdwährungsanleihen) von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2002)	34

2.8	Aktienmarktkapitalisierung im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan	34
2.9	Anzahl der börsennotierten in- und ausländischen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan	35
2.10	Anzahl der Monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet	36
2.11	Abgrenzungen monetärer Aggregate im Euro-Währungsgebiet	38
2.12	Bankeinlagen und Bankkredite im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2002)	40
3.1	Geschätzte Reaktion des realen BIP und der Verbraucherpreise auf eine Anhebung des Schlüsselzinses um 1 Prozentpunkt im Euro-Währungsgebiet	49
3.2	Für das Jahr 2003 geltende Gewichte der Hauptkomponenten des HVPI im Euro-Währungsgebiet	54
4.1	Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten des Eurosystems	78
4.2	In die Reservebasis einbezogene Verbindlichkeiten der Kreditinstitute	82
4.3	Zentralbankbilanzstruktur	92
4.4	Beiträge zur Liquidität des Bankensystems	93

ABBILDUNGEN

1.1	Die Beschlussorgane der EZB	11
2.1	Gliederung der Gesamtbevölkerung im Jahr 2002 nach Alter	17
2.2	Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan	20
2.3	Öffentliches Defizit und öffentliche Verschuldung im Euro-Währungsgebiet	23
2.4	Außenhandelsgewichte der 20 wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets	26
2.5	Funktionen von Finanzsystemen	27
2.6	Anteile der Komponenten von M3 in % am Jahresende 2002	38
2.7	Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) am Jahresende 2002	39
3.1	Vereinfachte Darstellung des Transmissionsmechanismus von den Zinssätzen zu den Preisen	45
3.2	Die stabilitätorientierte geldpolitische Strategie der EZB	70
4.1	EZB-Schlüsselzinssätze und Tagesgeldsatz EONIA	81
4.2	Die Funktionsweise des Mindestreservesystems des Eurosystems	83
4.3	Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten von Januar 1999 bis Juni 2003	90
4.4	Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode	91
4.5	Volumen der Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte	94
4.6	Mindestreserve-Soll und autonome Faktoren	96
5.1	Teuerungsrate nach dem HVPI	98
5.2	Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro und Ölpreise	99
5.3	M1 und Kredite an den privaten Sektor	100
5.4	M3-Wachstum und der Referenzwert	100

5.5	Reales BIP, Industrieproduktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet	101
5.6	Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet	102

VORWORT

Seit dem 1. Januar 1999 ist die Europäische Zentralbank (EZB) für die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet zuständig. Der Vertrag über die Europäische Union definiert die Gewährleistung von Preisstabilität als vorrangiges Ziel des Eurosystems und trägt damit der in der Gesellschaft weit verbreiteten Meinung Rechnung, dass die Gewährleistung stabiler Preise der beste Beitrag der Geldpolitik zum Wirtschaftswachstum, zur Schaffung von Arbeitsplätzen und zum sozialen Zusammenhalt ist.

Im Oktober 1998 legte der EZB-Rat seine geldpolitische Strategie fest und gab sie lange vor der Einführung der einheitlichen Währung bekannt. Die Strategie ist erfolgreich, denn sie schafft einen stabilen Rahmen für den Entscheidungsprozess und eine Basis für die Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit. Dies war wichtig, um von Anfang an die Glaubwürdigkeit der EZB und das Vertrauen in den Euro herzustellen.

In den Anfangsjahren sah sich die einheitliche Geldpolitik einigen großen Herausforderungen gegenüber. Die EZB hatte mit einer Vervierfachung der Ölpreise sowie mit ausgeprägten Bewegungen an den Devisen- und Aktienmärkten zu kämpfen. Sie musste auch der Unsicherheit begegnen, die die Weltwirtschaft im Jahr 2001 infolge der Terroranschläge vom 11. September und der nachfolgenden geopolitischen Spannungen erfasste. Trotz dieses schwierigen Umfelds ist es der EZB gelungen, das Vertrauen der Öffentlichkeit und der Märkte zu

gewinnen und erhalten. Die Inflation ist trotz starker negativer Schocks niedrig, und die Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen bewegen sich im Rahmen der von der EZB festgelegten Definition von Preisstabilität.

Gleichzeitig erreicht das Eurosystem auch die höchsten technischen Standards. Sein Handlungsrahmen für die einheitliche Geldpolitik funktioniert seit der Euro-Einführung im Jahr 1999 völlig reibungslos, sodass die kurzfristigen Zinssätze nur eine geringe Volatilität aufweisen.

Dieses Buch gibt einen umfassenden Überblick über die Geldpolitik der EZB und ihren wirtschaftlichen und institutionellen Hintergrund und soll somit wichtige Aspekte der einheitlichen Geldpolitik einem breiteren Publikum näher bringen. Die erste Ausgabe aus dem Jahr 2001 wurde in fast alle Amtssprachen der Gemeinschaft sowie ins Chinesische, Japanische und Koreanische übersetzt. Aufgrund des großen Interesses, das diese Publikation innerhalb und außerhalb Europas findet, und angesichts neuer Entwicklungen in den letzten zwei Jahren hat die EZB nun beschlossen, eine aktualisierte Fassung herauszugeben.

Die zweite Ausgabe dieser Veröffentlichung ist wie die erste Fassung aufgebaut und gibt einen aktualisierten Überblick über die Wirtschafts- und Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets. Das Buch wurde gemäß der im Mai 2003 vom EZB-Rat vorgenommenen Bestätigung und Klarstel-

lung der geldpolitischen Strategie der EZB überarbeitet. Außerdem berücksichtigt es einige Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems sowie die Erfahrungen, die wir seit der Veröffentlichung der ersten Ausgabe mit der tatsächlichen Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik gesammelt haben.

Diese neue Ausgabe des Buches „Die Geldpolitik der EZB“ wird zweifellos noch stärker zu einem möglichst klaren Verständnis der Geldpolitik der EZB beitragen.

Frankfurt am Main, Januar 2004

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized initial 'J' followed by 'C. Trichet'.

Jean-Claude Trichet

I DER INSTITUTIONELLE RAHMEN DER EINHEITLICHEN GELDPOLITIK

Am 1. Januar 1999 übernahm die Europäische Zentralbank (EZB) die Verantwortung für die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, dem zweitgrößten Wirtschaftsraum der Welt nach den Vereinigten Staaten. Die Übertragung der geldpolitischen Verantwortung von elf nationalen Zentralbanken – aus denen am 1. Januar 2001 durch den Beitritt Griechenlands zwölf wurden – auf eine neue supranationale Institution war ein Meilenstein in einem langen und schwierigen Integrationsprozess zwischen europäischen Ländern. Vor der Einführung des Euro mussten alle beitriftswilligen Länder eine Reihe von Konvergenzkriterien erfüllen, die darauf abzielten, wirtschaftliche und rechtliche Voraussetzungen für eine erfolgreiche Teilnahme an einer stabilitätsorientierten Währungsunion zu schaffen. In diesem Kapitel werden die für das Verständnis der EZB-Geldpolitik wesentlichen institutionellen Aspekte behandelt.

Der EG-Vertrag ist die rechtliche Grundlage für die einheitliche Geldpolitik...

Die EZB, das ESZB und das Eurosystem

Die rechtliche Grundlage für die einheitliche Geldpolitik ist der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (in der geänderten Fassung). Auszüge aus den wichtigsten rechtlichen Bestimmungen finden sich in Kasten 1.1.¹

... und errichtete die EZB und das ESZB

Durch den EG-Vertrag und die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung), die diesem Vertrag als Protokoll beigefügt ist, wurden mit Wirkung vom 1. Juni 1998 sowohl die EZB als auch das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) errichtet. Das ESZB umfasst die EZB und die nationalen Zentralbanken (NZBen) aller EU-Mitgliedstaaten (Artikel 107 Absatz 1 des EG-Vertrags).²

Der Begriff „Eurosystem“ umfasst die EZB und die NZBen der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben.³ Diese Unterscheidung zwischen dem Eurosystem und dem ESZB wird notwendig sein, solange der Euro noch nicht in allen Mitgliedstaaten eingeführt ist. Der Ausdruck „Euro-Währungsgebiet“ bezieht sich auf diejenigen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben.

Die Begriffe „Eurosystem“ und „Euro-Währungsgebiet“

Das Ziel der einheitlichen Geldpolitik und die vom Eurosystem durchzuführenden Aufgaben

Der EG-Vertrag (Artikel 105 Absatz 1) – der sich auf das ESZB und nicht auf das Eurosystem bezieht, da er auf der Annahme beruht, dass letztendlich sämtliche Mitgliedstaaten den Euro einführen werden – besagt, dass es „das vorrangige Ziel des

Herausragende Rolle der Preisstabilität

¹ Im Juni 2003 legte der Europäische Konvent zur Zukunft Europas dem Europäischen Rat den Entwurf eines Vertrags über eine Verfassung für Europa („Entwurf einer Verfassung“) vor. Ende 2003 bildete der Entwurf einer Verfassung die Diskussionsgrundlage für die Regierungskonferenz zur Zukunft der Union. Die wichtigsten Bestimmungen für die einheitliche Geldpolitik wurden ohne wesentliche Änderungen in den Verfassungsentwurf übernommen.

² Im Gegensatz zum ESZB als Ganzem wurde die EZB durch den EG-Vertrag mit Rechtspersönlichkeit ausgestattet. Die einzelnen NZBen besitzen eigenständige Rechtspersönlichkeit gemäß dem jeweils geltenden innerstaatlichen Recht.

³ Die Zentralbankpräsidenten der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, nehmen nicht an der geldpolitischen Entscheidungsfindung für das Euro-Währungsgebiet teil, und diese NZBen sind nicht an der operativen Umsetzung dieser Entscheidungen beteiligt.

ESZB ist (...), die Preisstabilität zu gewährleisten“ und dass das ESZB, „soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, (...) die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft“ unterstützt, „um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen“. In diesem Zusammenhang nennt Artikel 2 des EG-Vertrags als Ziele der Gemeinschaft u. a. „ein hohes Beschäftigungsniveau (...), ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum, einen hohen Grad von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen“. Der EG-Vertrag stellt somit eine deutliche Rangfolge der Ziele für das Eurosystem auf und weist der Preisstabilität eine herausragende Rolle zu. Dadurch, dass der Vertrag die EZB-Geldpolitik auf dieses vorrangige Ziel ausrichtet, wird deutlich, dass er die Gewährleistung der Preisstabilität als wichtigsten Beitrag ansieht, den die Geldpolitik zur Erreichung eines gesunden wirtschaftlichen Umfelds und eines hohen Beschäftigungsniveaus leisten kann.

nationalen Stellen oder direkt von den Wirtschaftsakteuren die für die Durchführung der Aufgaben des Eurosystems notwendigen statistischen Daten. Darüber hinaus trägt das Eurosystem zur reibungslosen Durchführung der Maßnahmen bei, die von Behörden ergriffen werden, deren Aufgabe es ist, Kreditinstitute zu beaufsichtigen und die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Gemäß Artikel 6 der ESZB-Satzung sind die EZB und, soweit diese zustimmt, die nationalen Zentralbanken befugt, sich an internationalen Währungseinrichtungen zu beteiligen. Die EZB entscheidet, wie das Eurosystem im Bereich der internationalen Zusammenarbeit vertreten wird.

Die Beschlussorgane der EZB

Es gibt zwei Beschlussorgane der EZB, die für die Vorbereitung, Durchführung und Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik verantwortlich sind: den EZB-Rat und das EZB-Direktorium (siehe Abbildung 1.1). Ein drittes Beschlussorgan der EZB ist der Erweiterte Rat.

Grundlegende Aufgaben des Eurosystems

Gemäß dem EG-Vertrag (Artikel 105 Absatz 2) bestehen die grundlegenden Aufgaben des Eurosystems darin,

- die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets festzulegen und auszuführen,
- Devisengeschäfte durchzuführen,
- die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten sowie
- das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.

Die EZB hat das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Banknoten innerhalb des Euroraums zu genehmigen. In Zusammenarbeit mit den NZBen erhebt die EZB entweder von

Der EZB-Rat besteht aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums und den Präsidenten der NZBen des Euro-Währungsgebiets (zwölf im Jahr 2003). Sowohl dem EZB-Rat als auch dem Direktorium steht der Präsident oder, in dessen Abwesenheit, der Vizepräsident der EZB vor. Der EZB-Rat

- erlässt die Leitlinien und Entscheidungen, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem Eurosystem übertragenen Aufgaben zu gewährleisten, und
- legt die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets fest.

Gemäß ESZB-Satzung (Artikel 12.1) gehört zur Festlegung der Geldpolitik des Euroraums, Entscheidungen in

EZB-Rat

Abbildung I.1 Die Beschlussorgane der EZB



Bezug auf „geldpolitische Zwischenziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld“ im Eurosystem zu treffen. Darüber hinaus erlässt der EZB-Rat die für die Ausführung dieser Entscheidungen notwendigen Leitlinien.

- die laufenden Geschäfte der EZB zu führen und
- bestimmte, vom EZB-Rat übertragene Befugnisse auszuüben, einschließlich bestimmter Befugnisse normativer Art.

EZB-Direktorium

Dem Direktorium gehören der Präsident und der Vizepräsident der EZB sowie vier weitere Mitglieder an, die alle einvernehmlich von den Staats- und Regierungschefs der Länder des Euroraums ernannt werden. Gemäß ESZB-Satzung (Artikel 12.1 und 12.2) hat das Direktorium die Aufgabe,

- die Sitzungen des EZB-Rats vorzubereiten,
- die Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rats auszuführen und hierzu den nationalen Zentralbanken des Euroraums die erforderlichen Weisungen zu erteilen,

Erweiterter EZB-Rat

Der Erweiterte EZB-Rat besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der NZBen sämtlicher EU-Mitgliedstaaten (15 im Jahr 2003; 25 nach der EU-Erweiterung am 1. Mai 2004). Er wird so lange Bestand haben, wie es Mitgliedstaaten gibt, die den Euro noch nicht als ihre Währung eingeführt haben. Der Erweiterte Rat trägt keinerlei Verantwortung für geldpolitische Entscheidungen im Euro-Währungsgebiet. Er nimmt jene Aufgaben wahr, mit denen ursprünglich das Europäische Währungsinstitut (EWI) betraut war⁴ und die aufgrund der Tatsache, dass der Euro noch nicht von allen Mitglied-

⁴ Das EWI wurde am 1. Januar 1994 gegründet und nach Errichtung der EZB am 1. Januar 1998 aufgelöst. Neben den Vorarbeiten für die Errichtung des ESZB bestand die Aufgabe des EWI darin, die Zusammenarbeit der Zentralbanken und die Koordinierung der Geldpolitiken zu verstärken. Weitere Einzelheiten zur Entstehung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) finden sich im Anhang.

staaten eingeführt worden ist, weiterhin von der EZB zu erfüllen sind. Gemäß ESZB-Satzung (Artikel 44, 45 und 47) und EG-Vertrag (Artikel 117 Absatz 2) wirkt der Erweiterte Rat mit bei

- der Verstärkung der Koordinierung der Geldpolitiken der Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, und der EZB mit dem Ziel, die Preisstabilität aufrechtzuerhalten,
- der Erhebung der statistischen Daten,
- den Berichtstätigkeiten der EZB und
- den Vorarbeiten, die erforderlich sind, um die Wechselkurse der Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, unwiderruflich festzulegen.

Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat

Grundsätze

Gemäß ESZB-Satzung fasst der EZB-Rat Beschlüsse über geldpolitische Fragen und sonstige Aufgaben des Eurosystems mit einfacher Mehrheit. Geldpolitische Beschlüsse im Euro-Währungsgebiet sind an den Bedürfnissen des Euroraums auszurichten. Jedes Mitglied des EZB-Rats hat eine Stimme. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des EZB-Präsidenten den Ausschlag. Bei der Beschlussfassung agieren die Mitglieder des EZB-Rats nicht als Vertreter ihres jeweiligen Landes, sondern vollkommen unabhängig in persönlicher Funktion.

Änderung der Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat

Der EZB-Rat wird auch in einem erweiterten Euro-Währungsgebiet Entscheidungen zeitnah und effizient treffen müssen. Zu diesem Zweck verabschiedete der Europäische Rat im Vorfeld des für den 1. Mai 2004 vorgesehenen EU-Beitritts zehn weiterer Länder am 21. März 2003 eine Änderung der ESZB-Satzung, um die Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat anzu-

passen.⁵ Bei dem neuen Abstimmungsverfahren behalten die sechs Direktionsmitglieder ein dauerhaftes Stimmrecht, aber die Stimmrechte der Präsidenten der NZBen werden einem Rotationsprinzip unterworfen, sobald das Euro-Währungsgebiet mehr als 15 Mitgliedstaaten umfasst. Es nehmen jedoch alle Präsidenten unabhängig von ihrem jeweiligen Stimmrecht an sämtlichen Sitzungen des EZB-Rats teil.

Zentralbankunabhängigkeit

Der institutionelle Rahmen für die einheitliche Geldpolitik sieht eine politisch unabhängige Zentralbank vor. Eine Vielzahl theoretischer Analysen, gestützt auf umfangreiche empirische Belege, zeigt, dass die Zentralbankunabhängigkeit der Gewährleistung von Preisstabilität förderlich ist.

Politische Unabhängigkeit

In Artikel 108 des EG-Vertrags ist das wichtige Prinzip der Unabhängigkeit der Zentralbank verankert. Bei der Wahrnehmung der ihnen übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine NZB noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten haben diesen Grundsatz ebenfalls zu beachten und dürfen nicht versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB zu beeinflussen.

Es gibt noch weitere Vorkehrungen zur Wahrung der Unabhängigkeit des Eurosystems und der Beschlussorgane der EZB. So werden die Finanzver-

Weitere Vorkehrungen zur Wahrung der Unabhängigkeit

⁵ Diese Entscheidung wurde allen Mitgliedstaaten zur Ratifizierung gemäß den Bestimmungen ihrer jeweiligen Verfassung vorgelegt.

einbarungen der EZB von denen der Europäischen Gemeinschaft getrennt. Die EZB hat ihren eigenen Haushalt, und ihr Kapital wird von den NZBen des Euroraums gezeichnet und eingezahlt. Lange Amtszeiten der Mitglieder des EZB-Rats und die Vorschrift, dass Mitglieder des Direktoriums nicht wieder ernannt werden können, tragen ebenfalls dazu bei, eine potenzielle politische Einflussnahme auf die einzelnen Mitglieder der EZB-Beschlussorgane möglichst gering zu halten. Darüber hinaus wird die Unabhängigkeit des Eurosystems durch das im EG-Vertrag festgelegte Verbot der Gewährung von Zentralbankkrediten jeglicher Art an öffentliche Stellen gewahrt (siehe Kasten 2.1).

Berichtspflichten

Zwecks Wahrung der Legitimität müssen die von einer unabhängigen Zentralbank im Rahmen ihres Auftrags durchgeführten Maßnahmen von demokratischen Institutionen und der Öffentlichkeit kontrolliert werden können. Ohne die Unabhängigkeit des Eurosystems einzuschränken, ist in Artikel 15 der ESZB-Satzung genau vorgeschrieben, welche Berichtspflichten die EZB zu erfüllen hat. Die EZB ist gehalten, vierteljährlich einen Bericht über die Tätigkeit des Eurosystems sowie wöchentlich einen konsolidierten Ausweis zu veröffentlichen. Darüber hinaus hat sie einen Jahresbericht über ihre Tätigkeit sowie über die Geld- und Währungspolitik im vergangenen und im laufenden Jahr zu erstellen. Der Jahresbericht ist dem Europäischen Parlament, dem EU-Rat, der Europäischen Kommission und dem Europäischen Rat vorzulegen. In ihrem Bemühen um eine möglichst große Transparenz hat die EZB beschlossen, über diese satzungsmäßigen Berichtspflichten hinauszugehen (siehe Kapitel 3).

Wechselkurspolitik muss auch auf Preisstabilität ausgerichtet sein

Zudem enthält der EG-Vertrag Bestimmungen, die sicherstellen, dass die einheitliche Wechselkurspolitik das Ziel der Preisstabilität voll und ganz berücksichtigt. Während der EG-Vertrag vorsieht, dass devisenpolitische Entscheidungen gemeinsam vom ECOFIN-Rat und von der EZB zu treffen sind, stellen seine Bestimmungen sicher, dass die Devisenpolitik mit dem vorrangigen Ziel der einheitlichen Geldpolitik voll und ganz in Einklang steht. Erstens wird in Artikel 4 des EG-Vertrags ausdrücklich festgelegt, dass die Gewährleistung der Preisstabilität das vorrangige Ziel einer einheitlichen Geld- sowie Wechselkurspolitik zu sein hat. Zweitens schreibt der Vertrag in Bezug auf den Gesamtrahmen der Wechselkurspolitik vor, dass Entscheidungen auf diesem Gebiet nicht dem vorrangigen Ziel zuwiderlaufen dürfen. Und schließlich ist allein das Eurosystem dafür zuständig, Devisenmarktgeschäfte zu beschließen und durchzuführen.

Kasten 1.1 Wichtige Bestimmungen des EG-Vertrags und der ESZB-Satzung

Dieser Kasten enthält eine Auswahl der wichtigsten geldpolitischen Bestimmungen des EG-Vertrags und der ESZB-Satzung. Die vollständigen Rechtstexte können unter www.eu.int und www.ecb.int abgerufen werden.

1. AUSZÜGE AUS DEM VERTRAG ZUR GRÜNDUNG DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFT

Artikel 2

Aufgabe der Gemeinschaft ist es, durch die Errichtung eines Gemeinsamen Marktes und einer Wirtschafts- und Währungsunion sowie durch die Durchführung der in den Artikeln 3 und 4 genannten gemeinsamen Politiken und Maßnahmen in der ganzen Gemeinschaft eine harmonische, ausgewogene und nachhaltige Entwicklung des Wirtschaftslebens, ein hohes Beschäftigungsniveau und ein hohes Maß an sozialem Schutz, die Gleichstellung von Männern und Frauen, ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum, einen hohen Grad von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität, die Hebung der Lebenshaltung und der Lebensqualität, den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern.

Artikel 4

(1) Die Tätigkeit der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft im Sinne des Artikels 2 umfaßt nach Maßgabe dieses Vertrags und der darin vorgesehenen Zeitfolge die Einführung einer Wirtschaftspolitik, die auf einer engen Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten, dem Binnenmarkt und der Festlegung gemeinsamer Ziele beruht und dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb verpflichtet ist.

(2) Parallel dazu umfaßt diese Tätigkeit nach Maßgabe dieses Vertrags und der darin vorgesehenen Zeitfolge und Verfahren die unwiderrufliche Festlegung der Wechselkurse im Hinblick auf die Einführung einer einheitlichen Währung, der ECU, sowie die Festlegung und Durchführung einer einheitlichen Geld- sowie Wechselkurspolitik, die beide vorrangig das Ziel der Preisstabilität verfolgen und unbeschadet dieses Zieles die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unter Beachtung des Grundsatzes einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb unterstützen sollen.

(3) Diese Tätigkeiten der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft setzen die Einhaltung der folgenden richtungweisenden Grundsätze voraus: stabile Preise, gesunde öffentliche Finanzen und monetäre Rahmenbedingungen sowie eine dauerhaft finanzierbare Zahlungsbilanz.

Artikel 105

(1) Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen. Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Artikel 4 genannten Grundsätze.

(2) Die grundlegenden Aufgaben des ESZB bestehen darin,

- die Geldpolitik der Gemeinschaft festzulegen und auszuführen,

- Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel 111 durchzuführen,
 - die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten,
 - das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.
- (3) Absatz 2 dritter Gedankenstrich berührt nicht die Haltung und Verwaltung von Arbeitsguthaben in Fremdwährungen durch die Regierungen der Mitgliedstaaten.
- (4) Die EZB wird gehört
- zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft im Zuständigkeitsbereich der EZB,
 - von den nationalen Behörden zu allen Entwürfen für Rechtsvorschriften im Zuständigkeitsbereich der EZB, und zwar innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen, die der Rat nach dem Verfahren des Artikels 107 Absatz 6 festlegt. Die EZB kann gegenüber den zuständigen Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft und gegenüber den nationalen Behörden Stellungnahmen zu in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Fragen abgeben.
- (5) Das ESZB trägt zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei.
- (6) Der Rat kann durch einstimmigen Beschluß auf Vorschlag der Kommission nach Anhörung der EZB und nach Zustimmung des Europäischen Parlaments der EZB besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute und sonstige Finanzinstitute mit Ausnahme von Versicherungsunternehmen übertragen.

Artikel 107

- (1) Das ESZB besteht aus der EZB und den nationalen Zentralbanken.
- (2) Die EZB besitzt Rechtspersönlichkeit.
- (3) Das ESZB wird von den Beschlußorganen der EZB, nämlich dem EZB-Rat und dem Direktorium, geleitet. [...]

Artikel 108

Bei der Wahrnehmung der ihnen durch diesen Vertrag und die Satzung des ESZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlußorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten verpflichten sich, diesen Grundsatz zu beachten und nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlußorgane der EZB oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen.

2. AUSZÜGE AUS DEM PROTOKOLL (NR. 18) ÜBER DIE SATZUNG DES EUROPÄISCHEN SYSTEMS DER ZENTRALBANKEN UND DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK

Artikel 12 (Aufgaben der Beschlußorgane)

12.1. Der EZB-Rat erläßt die Leitlinien und Entscheidungen, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem ESZB nach diesem Vertrag und dieser Satzung übertragenen Aufgaben zu gewährleisten. Der EZB-Rat legt die Geldpolitik der Gemeinschaft fest, gegebenenfalls einschließlich von Entscheidungen in bezug auf geldpolitische Zwischenziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld im ESZB, und erläßt die für ihre Ausführung notwendigen Leitlinien. Das Direktorium führt die Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rates aus. Es erteilt hierzu den

nationalen Zentralbanken die erforderlichen Weisungen. Ferner können dem Direktorium durch Beschluß des EZB-Rates bestimmte Befugnisse übertragen werden. Unbeschadet dieses Artikels nimmt die EZB die nationalen Zentralbanken zur Durchführung von Geschäften, die zu den Aufgaben des ESZB gehören, in Anspruch, soweit dies möglich und sachgerecht erscheint.

12.2. Die Vorbereitung der Sitzungen des EZB-Rates obliegt dem Direktorium. [...]

Artikel 15 (Berichtspflichten)

15.1. Die EZB erstellt und veröffentlicht mindestens vierteljährlich Berichte über die Tätigkeit des ESZB.

15.2. Ein konsolidierter Ausweis des ESZB wird wöchentlich veröffentlicht.

15.3. Nach Artikel 113 dieses Vertrags unterbreitet die EZB dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission sowie auch dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die Tätigkeit des ESZB und die Geld- und Währungspolitik im vergangenen und im laufenden Jahr.

15.4. Die in diesem Artikel bezeichneten Berichte und Ausweise werden Interessenten kostenlos zur Verfügung gestellt.

Artikel 17 (Konten bei der EZB und den nationalen Zentralbanken)

Zur Durchführung ihrer Geschäfte können die EZB und die nationalen Zentralbanken für Kreditinstitute, öffentliche Stellen und andere Marktteilnehmer Konten eröffnen und Vermögenswerte, einschließlich Schuldbuchforderungen, als Sicherheit hereinnehmen.

Artikel 18 (Offenmarkt- und Kreditgeschäfte)

18.1. Zur Erreichung der Ziele des ESZB und zur Erfüllung seiner Aufgaben können die EZB und die nationalen Zentralbanken

- auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie auf Gemeinschafts- oder Drittländwährungen lautende Forderungen und börsengängige Wertpapiere sowie Edelmetalle endgültig (per Kasse oder Termin) oder im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kaufen und verkaufen oder entsprechende Darlehensgeschäfte tätigen;
- Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten und anderen Marktteilnehmern abschließen, wobei für die Darlehen ausreichende Sicherheiten zu stellen sind.

18.2. Die EZB stellt allgemeine Grundsätze für ihre eigenen Offenmarkt- und Kreditgeschäfte und die der nationalen Zentralbanken auf; hierzu gehören auch die Grundsätze für die Bekanntmachung der Bedingungen, zu denen sie bereit sind, derartige Geschäfte abzuschließen.

Artikel 19 (Mindestreserven)

19.1. Vorbehaltlich des Artikels 2 kann die EZB zur Verwirklichung der geldpolitischen Ziele verlangen, daß die in den Mitgliedstaaten niedergelassenen Kreditinstitute Mindestreserven auf Konten bei der EZB und den nationalen Zentralbanken unterhalten. Verordnungen über die Berechnung und Bestimmung des Mindestreservesolls können vom EZB-Rat erlassen werden. Bei Nichteinhaltung kann die EZB Strafzinsen erheben und sonstige Sanktionen mit vergleichbarer Wirkung verhängen.

19.2. Zum Zwecke der Anwendung dieses Artikels legt der Rat nach dem Verfahren des Artikels 42 die Basis für die Mindestreserven und die höchstzulässigen Relationen zwischen diesen Mindestreserven und ihrer Basis sowie die angemessenen Sanktionen fest, die bei Nichteinhaltung anzuwenden sind.

2 DIE WIRTSCHAFTS- UND FINANZSTRUKTUR DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Verfolgung des Ziels der Preisstabilität erfordert die Kenntnis der für den Preisbildungsprozess ausschlaggebenden Faktoren, einschließlich der Transmission der Geldpolitik. Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die wichtigsten Wirtschafts- und Finanzstrukturen des Euro-Währungsgebiets. Zunächst wird auf die Hauptmerkmale der Realwirtschaft eingegangen, wobei ein besonderes Augenmerk auf die Produktionsstruktur, Bevölkerungskennziffern, die wichtigsten Arbeitsmarktgegebenheiten, die Finanzpolitik sowie die Handelsbeziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt gelegt wird. Anschließend werden die wichtigsten Merkmale der Finanzstruktur beschrieben, indem die Geld- und Kapitalmärkte sowie die maßgeblich beteiligten Finanzinstitute untersucht werden, wobei zwischen Monetären Finanzinstituten (MFIs) und sonstigen Finanzintermediären (SFIs) unterschieden wird.

2.1 WICHTIGE MERKMALE DER REALWIRTSCHAFT

**Eurogebiet
zweitgrößter
Wirtschafts-
raum der Welt**

Während die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets relativ kleine, offene Volkswirtschaften darstellen, bildet das Eurogebiet insgesamt eine große, sehr viel geschlosseneren Volkswirtschaft. Daher ist es sinnvoller, die Strukturmerkmale des Euroraums mit den entsprechenden Merkmalen der Vereinigten Staaten oder Japans zu

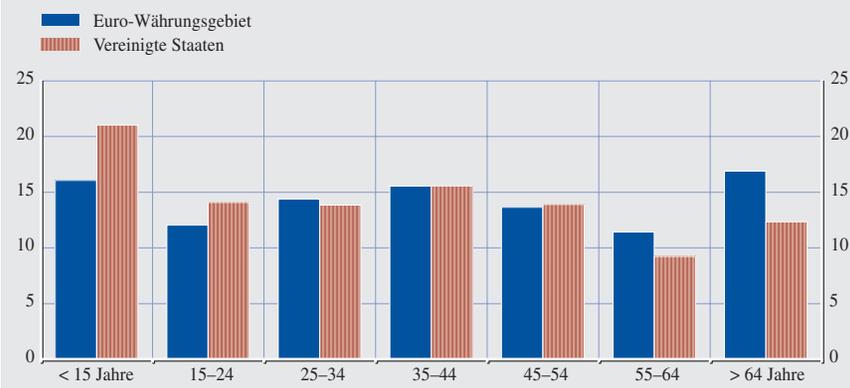
vergleichen als mit jenen einzelner Euro-Länder. Eine Reihe von wichtigen gesamtwirtschaftlichen Merkmalen des Euro-Währungsgebiets sind in Tabelle 2.1 aufgeführt.

Gemessen an der Bevölkerungszahl ist das Eurogebiet der größte entwickelte Wirtschaftsraum der Welt: Im Jahr 2002 belief sich die Gesamtbevölkerungszahl auf 308 Millionen und war damit etwas höher als in den Verei-

Bevölkerung

Abbildung 2.1 Gliederung der Gesamtbevölkerung im Jahr 2002 nach Alter

(in % der Gesamtbevölkerung)



Quellen: Eurostat und US Census Bureau.

Tabelle 2.1 Schlüsseldaten der Realwirtschaft des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2002

	Einheit	Euro- Währungs- gebiet	Vereinigte Staaten	Japan
Bevölkerung ¹⁾	in Mio	307,8	287,5	127,3 ²⁾
BIP (Anteil am weltweiten BIP) ³⁾	in %	15,7	21,1	7,1
BIP pro Kopf ³⁾	in Tsd €	23,0	32,3	23,4 ²⁾
Wirtschaftsbereiche ⁴⁾				
Landwirtschaft, Fischerei, Forstwirtschaft	in % des BIP	2,3	1,3	1,3 ²⁾
Industrie (einschließlich Baugewerbe)	in % des BIP	27,4	21,6	29,4 ²⁾
Dienstleistungen (einschließlich nicht markt- bestimmter Dienstleistungen)	in % des BIP	70,6	77,1	69,3 ²⁾
Arbeitslosenquote (Anteil an den Erwerbspersonen)	in %	8,4	5,8	5,4
Erwerbsbeteiligung	in %	68,2	76,4	72,7 ²⁾
Beschäftigungsquote ⁵⁾	in %	62,4	71,9	69,1 ²⁾
Staat				
Überschuss (+) oder Defizit (-)	in % des BIP	-2,2	-3,4	-6,7
Bruttoverschuldung ⁶⁾	in % des BIP	69,2	59,2	154,4
Einnahmen	in % des BIP	46,1	30,8	33,5
darunter: direkte Steuern	in % des BIP	12,2	12,8	9,1
darunter: indirekte Steuern	in % des BIP	13,4	7,7	8,5
darunter: Sozialabgaben	in % des BIP	16,0	7,2	10,8
Ausgaben	in % des BIP	48,4	34,2	40,2
darunter: Konsumausgaben	in % des BIP	20,3	15,6	17,8
darunter: Sozialtransfers	in % des BIP	17,0	12,1	10,7
Ausfuhr von Waren ⁷⁾	in % des BIP	15,0	6,5	8,7 ²⁾
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen ⁷⁾	in % des BIP	19,7	9,3	10,7 ²⁾
Einfuhr von Waren ⁷⁾	in % des BIP	13,2	11,1	7,4 ²⁾
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen ⁷⁾	in % des BIP	17,7	13,3	10,1 ²⁾
Ausfuhren (Anteil an den weltweiten Ausfuhren) ⁸⁾	in %	31,2	12,4	5,8
Leistungsbilanzsaldo ⁷⁾	in % of GDP	0,9	-4,6	2,8

Quellen: Eurostat, IWF, Europäische Kommission, OECD, Reuters, EZB und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den Zahlen für das Euro-Währungsgebiet sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

1) Euro-Währungsgebiet: Jahresdurchschnitt; Vereinigte Staaten: Stand zur Jahresmitte; Japan: Stand 1. Oktober.

2) Zahlen für das Jahr 2001.

3) Angaben für die Vereinigten Staaten und Japan sind anhand der Kaufkraftparitäten der OECD in Euro umgerechnet.

4) Gemessen an der realen Wertschöpfung.

5) Anteil der erwerbstätigen Personen in % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (im Alter von 15 bis 64 Jahren).

6) Für das Euro-Währungsgebiet: Bruttoverbindlichkeiten des Sektors Staat gemäß Ratsverordnung (EG) Nr. 3605/93.

7) Zahlungsbilanzangaben; umfassen für das Euro-Währungsgebiet nur den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

8) Bericht über die weltwirtschaftlichen Aussichten (World Economic Outlook) des IWF; Angaben zum Anteil des Euro-Währungsgebiets an der weltweiten Ausfuhr beinhalten den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets, welcher etwa 50 % der gesamten Exporte des Euro-Währungsgebiets ausmacht.

nigten Staaten und mehr als doppelt so hoch wie in Japan. Abbildung 2.1 veranschaulicht die unterschiedlichen Altersstrukturen der Bevölkerung des Euroraums und der USA. Die Euro-Länder haben im Durchschnitt einen etwas geringeren Anteil an sehr jungen Menschen und einen erheblich höheren Anteil an alten Menschen als die Vereinigten Staaten.

Anteil am weltweiten BIP

Gemessen an der Kaufkraftparität belief sich der Anteil des Euro-Währungsgebiets am weltweiten BIP im Jahr 2002 auf 15,7 %, verglichen mit 21,1 % im Fall der Vereinigten Staaten und 7,1 % im Fall Japans. Die Anteile der einzelnen Länder des Euroraums waren erheblich geringer: Auf die größte Volkswirtschaft entfielen im Jahr 2002 4,4 % des weltweiten BIP.

Größter Anteil am BIP des Eurogebiets entfällt auf den Dienstleistungssektor

Die Produktionsstruktur im Euroraum ist den Strukturen in den Vereinigten Staaten und Japan sehr ähnlich. In allen drei Wirtschaftsräumen erwirtschaftet der Dienstleistungssektor den größten Teil des gesamten BIP. Was die Anteile der öffentlichen Hand und der privaten Wirtschaft am gesamten Dienstleistungssektor angeht, gibt es jedoch einen großen Unterschied zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum. Der öffentliche Dienstleistungssektor ist nämlich in den Vereinigten Staaten im Vergleich zum entsprechenden Sektor im Euro-Währungsgebiet sehr klein. In diesen beiden Volkswirtschaften und in Japan trägt die Industrie den zweitgrößten Teil zur gesamtwirtschaftlichen Produktion bei. Angesichts des hohen Entwicklungsstands dieser Volkswirtschaften ist der Anteil von Landwirtschaft, Fischerei und Forstwirtschaft jeweils relativ gering.

2.2 ARBEITSMARKT

Die Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets (d. h. der Anteil der Arbeitslosen an den Erwerbspersonen) erreichte in den Achtziger- und Neunzigerjahren ein sehr hohes Niveau und war im Durchschnitt deutlich höher als in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 2.2). Dieses Gefälle ist auf strukturelle Unterschiede zwischen den Arbeitsmärkten der USA und des Euroraums zurückzuführen, die zu einer höheren strukturellen Arbeitslosigkeit im Eurogebiet geführt haben. Im Laufe der Neunzigerjahre wurden im Euroraum Arbeitsmarktreformen durchgeführt, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Diese Reformen haben in einigen Ländern zu einem deutlichen Rückgang der Arbeitslosigkeit geführt. Es existieren jedoch immer noch strukturelle Verkrustungen, die auch die nach wie vor hohen Arbeitslosenquoten im Euroraum erklären. Im Jahr 2002 betrug die durchschnittliche Arbeitslosenquote 8,4 %. Dies entsprach rund 11,7 Millionen Arbeitslosen im Euroraum insgesamt.

Bemerkenswert ist, dass der Euroraum neben einer relativ hohen Arbeitslosenquote auch eine recht geringe Erwerbsbeteiligung aufweist (siehe Tabelle 2.2). Die Erwerbsbeteiligung im Euroraum war im Jahr 2002 mit 68,2 % merklich geringer als in den Vereinigten Staaten (76,4 %), wobei sich die Differenz im Laufe der Zeit etwas verringert hat. Im Jahr 2002 belief sich die Differenz zu den Vereinigten Staaten bei den Frauen auf rund 11 Prozentpunkte und war damit etwa doppelt so hoch wie bei den Männern. Die im Vergleich zu den USA insgesamt geringere Erwerbsbeteiligung im Euroraum ist weitgehend auf die

Arbeitslosenquote im Eurogebiet strukturell bedingt höher als in den USA

Relativ geringe Erwerbsbeteiligung im Euroraum

Abbildung 2.2 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(in % der Erwerbspersonen; Jahresangaben)



Quelle: Europäische Kommission.

Unterschiede in der niedrigsten und der höchsten Altersgruppe zurückzuführen. Die jüngeren Europäer beteiligen sich im Allgemeinen deutlich weniger am Erwerbsleben als ihre amerikanischen Altersgenossen, was mit den unterschiedlichen Traditionen und Strukturen der Ausbildungs- und Sozialsysteme zusammenhängen könnte. Die Menschen im Euroraum scheiden in der Regel auch früher aus dem Erwerbsleben aus als die US-

Amerikaner. Dagegen ist die Erwerbsbeteiligung der 25- bis 44-Jährigen auf beiden Seiten des Atlantiks weitgehend gleich.

Die geringere Erwerbsbeteiligung und die höhere Arbeitslosigkeit führen im Euro-Währungsgebiet zu einer erheblich geringeren Beschäftigungsquote (Anteil der Beschäftigten an den 15- bis 64-Jährigen) als in den Vereinigten Staaten und Japan. Während die Be-

Beschäftigungsquote im Euroraum ebenfalls relativ niedrig

Tabelle 2.2 Erwerbsbeteiligung nach Geschlecht und Altersgruppe im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten im Jahr 2002

(in % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter)

	Euro-Währungsgebiet			Vereinigte Staaten		
	Männer	Frauen	insges.	Männer	Frauen	insges.
Alle Altersgruppen	77,5	58,8	68,2	83,0	70,1	76,4
15-24 ¹⁾	47,7	40,2	44,0	65,5	61,1	63,3
25-34	91,6	74,8	83,3	92,4	75,1	83,7
35-44	95,3	74,1	84,7	92,1	76,4	84,1
45-54	90,7	66,7	78,7	88,5	76,0	82,1
55-59	68,4	42,7	55,4	78,0	63,8	70,7
60-64	31,2	14,3	22,5	57,6	44,1	50,5

Quellen: Eurostat und Bureau of Labor Statistics.

1) Angaben für die Vereinigten Staaten beziehen sich auf Personen im Alter von 16 bis 24 Jahren.

schäftigungsquote im Jahr 2002 im Eurogebiet gut 62 % betrug, lag sie in den Vereinigten Staaten und Japan bei etwa 70 % (siehe Tabelle 2.1). Diese recht niedrige Beschäftigungsquote im Eurogebiet ist in Verbindung mit einer geringeren Anzahl geleisteter Arbeitsstunden je Beschäftigten einer der Hauptgründe, weshalb das BIP pro Kopf niedriger ausfällt als in den Vereinigten Staaten.

**Strukturelle
Verkrustungen
können
Effizienz des
Arbeitsmarkts
behindern**

Die institutionellen Aspekte von Arbeitsmärkten, darunter Kündigungsschutzbestimmungen, Arbeitslosenunterstützung, der Lohnbildungsprozess und die Besteuerung des Faktors Arbeit, spielen für die wirtschaftliche Entwicklung eine große Rolle. Strukturelle Verkrustungen auf dem Arbeitsmarkt führen beispielsweise zu einer langsameren Reaktion der Wirtschaft auf negative wirtschaftliche Schocks. Solche Verkrustungen gehen daher in der Regel mit einer relativ hohen und anhaltenden Arbeitslosigkeit einher. Darüber hinaus begrenzen Verkrustungen auf dem Arbeitsmarkt tendenziell die Dynamik, mit der die Wirtschaft wachsen kann, ohne Inflationsdruck zu erzeugen.

2.3 ÖFFENTLICHER SEKTOR

**Einfluss der
Finanzpolitik
auf die Volkswirtschaft**

Die Finanzpolitik übt einen großen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum und die Teuerungsrate aus. Daher ist es für geldpolitische Entscheidungsträger wichtig, die finanzpolitische Entwicklung genau zu verfolgen. Es gibt viele Kanäle, über welche die Wirtschaft und die Preise von der Finanzpolitik beeinflusst werden. Wichtige Variablen sind dabei die Höhe und Zusammensetzung der Staatsausgaben und -einnahmen sowie Haushaltsdefizite und öffentliche Verschuldung.

Die Zuständigkeit für die Haushaltspolitik liegt in der dritten Stufe der WWU weiterhin ausschließlich bei den Mitgliedstaaten. Es gibt jedoch auf EU-Ebene eine Reihe institutioneller Vereinbarungen zur Gewährleistung solider öffentlicher Finanzen (siehe Kasten 2.1). Insbesondere das im EG-Vertrag verankerte Verfahren bei einem übermäßigen Defizit, das im Stabilitäts- und Wachstumspakt weiterentwickelt und erläutert wird, zielt darauf ab, die Risiken für die Preisstabilität zu begrenzen, die sich möglicherweise aus den nationalen Finanzpolitiken ergeben. So könnte beispielsweise ein übermäßiger Anstieg der Staatsausgaben zu einem Zeitpunkt, zu dem die Kapazitäten in der Wirtschaft bereits nahezu voll ausgelastet sind, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage verstärken und so Engpässe herbeiführen und Inflationsdruck erzeugen. Finanzielle Ungleichgewichte in Form von hohen Haushaltsdefiziten und einer steigenden öffentlichen Verschuldung haben viele Inflationsphasen in der Geschichte gekennzeichnet. Daher ist Haushaltsdisziplin eine grundlegende Voraussetzung für gesamtwirtschaftliche Stabilität. Ebenso wie ein unausgeglichener Haushalt kann auch eine hohe Staatsverschuldung die Stabilität beeinträchtigen. Wenn ein Staat Jahr für Jahr beträchtliche Zinsausgaben hat, kann es vorkommen, dass die Haushaltslage auf Dauer nicht mehr tragbar ist, was die Preisstabilität gefährden kann. Eine hohe Verschuldung kann außerdem negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft und das finanzielle Umfeld haben. Vor allem eine übermäßige Beanspruchung der Kapitalmärkte durch die öffentlichen Haushalte führt tendenziell zu höheren Kapitalkosten, was wiederum zu einer Verdrängung privater Investi-

tionen führen kann („crowding out“). Angesichts der denkbaren Probleme im Zusammenhang mit Haushaltsgleichgewichten stellt die Vermeidung eines übermäßigen Defizits eine wesentliche Verpflichtung zu einer der gesamtwirtschaftlichen Stabilität förderlichen Finanzpolitik dar.

Der relativ hohe Anteil der Staatsausgaben am BIP im Eurogebiet...

Im Euroraum macht der öffentliche Sektor (d. h. Bund, Länder und Gemeinden sowie der Sozialversicherungsbereich) einen größeren Teil der Wirtschaft aus als in den Vereinigten Staaten und in Japan. Der Anteil der Staatsausgaben am BIP belief sich im Eurogebiet im Jahr 2002 auf 48 % und der Anteil der Staatseinnahmen am BIP auf 46 %. Demgegenüber entfielen in den Vereinigten Staaten etwa 34 % des BIP auf die Ausgaben und rund 31 % des BIP auf die Einnahmen des öffentlichen Sektors. Japan verzeichnete im Jahr 2002 einen Anteil der Staatsausgaben am BIP in Höhe von etwa 40 % und einen Anteil der Staatseinnahmen am BIP von 34 %, was ein großes öffentliches Defizit anzeigt (siehe Tabelle 2.1).

... spiegelt die hohen Anteile der Konsumausgaben des Staates und der Sozialtransfers an private Haushalte wider

Der relativ hohe Anteil der Staatsausgaben am BIP im Euroraum spiegelt insbesondere die jeweils hohen Anteile der Konsumausgaben des Staates und der Sozialtransfers an private Haushalte wider. Die Länderunterschiede werden teilweise durch eine anders gelagerte Aufgabenverteilung zwischen privaten und öffentlichen Sektoren hervorgerufen. Auch die Altersstruktur der Bevölkerung im Euroraum trägt angesichts der Ausprägungen der europäischen Sozialversicherungssysteme zu den hohen Staatsausgaben bei. Wie aus Abbildung 2.1 hervorgeht, ist die Bevölkerung des Euro-Währungsgebiets im Durchschnitt älter als in den Vereinigten Staaten, was sich bei

den Ausgaben im Renten- und Gesundheitswesen bemerkbar macht. Sofern in den betreffenden Mitgliedstaaten keine Reformmaßnahmen ergriffen werden, wird sich die Situation zukünftig wegen der zu erwartenden Alterung der Bevölkerung verschärfen.

Hinsichtlich der Struktur der Staatseinnahmen stützt sich das Euro-Währungsgebiet stärker auf Sozialbeiträge als dies in den Vereinigten Staaten oder Japan der Fall ist. Ferner dienen indirekte Steuern im Euroraum in höherem Maße als Einnahmequelle, während sich die Vereinigten Staaten – gemessen am gesamten Steueraufkommen – stärker auf direkte Steuern stützen als die Euro-Länder.

Staatseinnahmen

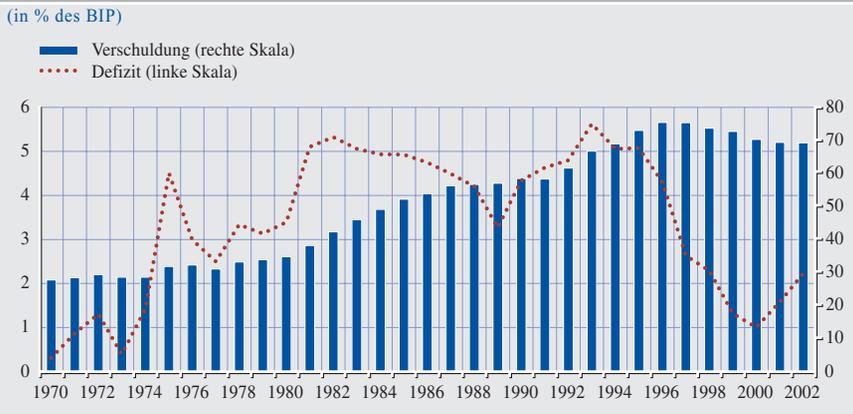
Von 1970 bis 2002 lagen die Staatsausgaben im Euro-Währungsgebiet durchweg über den Staatseinnahmen. Dementsprechend verzeichnete die öffentliche Hand in diesem Zeitraum jedes Jahr ein Haushaltsdefizit. 1993 erhöhte sich das Defizit auf nahezu 6,0 % des BIP, ging anschließend jedoch allmählich wieder bis auf 1,0 % des BIP im Jahr 2000 zurück (siehe Abbildung 2.3). Im Anschluss daran verschlechterten sich die öffentlichen Finanzen im Euroraum wieder, was im Jahr 2002 einen Anstieg des Defizits auf 2,2 % des BIP zur Folge hatte; einige Länder meldeten sogar Defizite, die über dem im EG-Vertrag festgelegten Referenzwert von 3 % des BIP lagen (siehe Kasten 2.1).

Haushaltsdefizit

Die Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte erreichte 1996/97 im Euro-Währungsgebiet insgesamt einen Höchststand von 75,4 % des BIP, nachdem sie in den vorangegangenen zwei Jahrzehnten stark angestiegen war. Danach verringerte sich der öffentliche

Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte

Abbildung 2.3 Öffentliches Defizit und öffentliche Verschuldung im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Europäische Kommission, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den Angaben zum Defizit sind die Einnahmen aus den UMTS-Lizenzversteigerungen, die im Jahr 2000 mit 1,1 % des BIP besonders hoch waren, nicht enthalten.

Schuldenstand kontinuierlich und belief sich im Jahr 2002 auf 69,2 % des BIP. In den Vereinigten Staaten war die Bruttoverschuldung des Staates mit 59 % des BIP im Jahr 2002 etwas niedriger, während sich der Anteil der öffentlichen Verschuldung am BIP in Japan auf 154 % belief.

2.4 AUSSENHANDEL

Obleich der Euroraum erheblich von der weltwirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst werden kann, ist er insgesamt eine viel geschlossenerere Volkswirtschaft als die einzelnen Euro-Länder. Dadurch wird der Einfluss der außenwirtschaftlichen Entwicklung und insbesondere der Einfluss der Preisentwicklung im Ausland auf die inländischen Preise im Euro-Währungsgebiet tendenziell eingeschränkt. Der Öffnungsgrad des Eurogebiets ist dennoch höher als bei den Vereinigten Staaten und Japan. Der Anteil der Ausfuhren bzw. Einfuhren von Waren und Dienstleistungen des Euroraums am BIP lag im Jahr 2002 erheblich über den entsprechenden Zahlen für die

Vereinigten Staaten und Japan (siehe Tabelle 2.1).

Was die Handelsstruktur angeht, so entfallen sowohl bei den Ein- als auch bei den Ausfuhren des Euroraums etwa 75 % auf Waren. Innerhalb dieser Kategorie machten Maschinen und Fahrzeuge im Jahr 2002 nahezu die Hälfte der Ausfuhren aus. Außerdem entfiel auf sie der größte Teil der Wareneinfuhr des Euro-Währungsgebiets (siehe Tabelle 2.3). Die zweitgrößte Komponente waren die sonstigen gewerblichen Erzeugnisse, bei denen der Anteil an den Einfuhren und Ausfuhren weitgehend gleich war. Auf chemische Erzeugnisse entfielen im Jahr 2002 14,8 % der exportierten, jedoch nur 10,0 % der importierten Waren. Die Anteile der Rohstoffe und Energieträger an der Einfuhr waren dagegen wesentlich höher als an der Ausfuhr. Daran wird deutlich, dass das Euro-Währungsgebiet tendenziell mehr Rohstoffe und Vorleistungsgüter importiert und mehr weiterverarbeitete Waren exportiert. Darin spiegeln sich wiederum die internationale Arbeits-

Waren machen den größten Anteil am Handel mit Ländern außerhalb des Eurogebiets aus

Volkswirtschaft des Eurogebiets viel geschlossener als die der einzelnen Euro-Länder

Kasten 2.1 Institutionelle Regelungen auf EU-Ebene zur Gewährleistung solider öffentlicher Finanzen

Nach dem EG-Vertrag wird zwar eine einheitliche Geldpolitik eingeführt, aber andere Teilbereiche der Wirtschaftspolitik (z. B. die Finanz- und Strukturpolitik) bleiben in nationaler Verantwortung. Allerdings schreibt der Vertrag vor: „Die Mitgliedstaaten betrachten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ (Artikel 99 des EG-Vertrags).

Da die nationalen Regierungen für die Finanzpolitik verantwortlich bleiben, enthält der EG-Vertrag darüber hinaus mehrere Bestimmungen, die solide Staatsfinanzen in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion sicherstellen sollen. Eine Bestimmung bezieht sich auf das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gemäß Artikel 104 und einem Protokoll im Anhang zum EG-Vertrag. Dieses Verfahren legt fest, welche Bedingungen erfüllt sein müssen, damit ein Haushalt als solide angesehen wird. Artikel 104 schreibt vor: „Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite.“ Die Einhaltung dieser Vorschrift wird anhand eines Referenzwerts für die Defizitquote der öffentlichen Haushalte von 3 % und eines Referenzwerts für die Schuldenquote der öffentlichen Haushalte von 60 % überprüft. Unter den im EG-Vertrag festgelegten Bedingungen, die im Stabilitäts- und Wachstumspakt präzisiert sind (z. B. bei einem Rückgang des realen BIP um mindestens 2 % auf Jahresbasis), kann eine den jeweiligen Referenzwert überschreitende Defizit- bzw. Schuldenquote toleriert werden und wird nicht zwangsläufig als Grund für das Bestehen eines übermäßigen Defizits angesehen. Entscheidet der Rat der Europäischen Union, dass in einem bestimmten Land ein übermäßiges Defizit besteht, so sieht das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit weitere Schritte, darunter auch Sanktionen, vor.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) wurde 1997 angenommen. Er ergänzt und erläutert die Umsetzung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit und umfasst die Entschließung des Europäischen Rates zum SWP, die „Verordnung des Rates über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken“ sowie die „Verordnung des Rates über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit“. Mit der Verabschiedung des SWP haben sich die Mitgliedstaaten das mittelfristige Ziel eines „nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses“ gesetzt. Die Erreichung dieser Zielsetzung würde es ihnen ermöglichen, normale Konjunkturschwankungen zu bewältigen, ohne den Referenzwert für die Defizitquote von 3 % des BIP zu überschreiten.

Im Rahmen der multilateralen Überwachung sind die Mitgliedstaaten des Euroraums verpflichtet, dem Rat der Europäischen Union und der Europäischen Kommission Stabilitätsprogramme vorzulegen. Die nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten haben Konvergenzprogramme einzureichen. Beide Programme enthalten die Angaben, die benötigt werden, um die mittelfristig ins Auge gefassten Haushaltsanpassungen zur Erreichung eines nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses beurteilen zu können.

Eine wesentliche Ergänzung dieser Instrumente zur Förderung einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik bildet eine Klausel im EG-Vertrag, die die Solidarhaftung für ein-

gegangene Verbindlichkeiten einzelner Mitgliedstaaten untersagt (die so genannte „no-bail-out-Klausel“). In Artikel 103 Absatz 1 des EG-Vertrags heißt es: „Die Gemeinschaft haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein (...). Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats“. Diese Klausel gewährleistet, dass die Rückzahlung öffentlicher Schulden in eigenstaatlicher Verantwortung verbleibt. Sie fördert damit eine vernünftige Haushaltspolitik auf einzelstaatlicher Ebene.

Weitere zur Haushaltsdisziplin beitragende Bestimmungen sind das Verbot der monetären Finanzierung von Haushaltsdefiziten sowie jeder Form eines bevorrechtigten Zugangs des öffentlichen Sektors zu Finanzinstituten. Artikel 101 des EG-Vertrags verbietet der EZB und den NZBen die monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite durch „Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten“. Artikel 102 des EG-Vertrags untersagt Maßnahmen, die einen bevorrechtigten Zugang staatlicher Stellen und der Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft zu den Finanzinstituten schaffen. Diese Vorschriften fördern nicht nur die Bemühungen um solide Staatsfinanzen und eine vernünftige Finanzpolitik, sondern tragen auch zur Glaubwürdigkeit der einheitlichen Geldpolitik in Bezug auf die Gewährleistung von Preisstabilität bei.

Der EG-Vertrag schreibt zudem vor, dass der Rat der Europäischen Union auf Grundlage einer Empfehlung der Europäischen Kommission die Grundzüge der Wirtschaftspolitik verabschiedet. Diese bilden den Rahmen für die Festlegung wirtschaftspolitischer Ziele und Orientierungen für die Mitgliedstaaten und die Europäische Gemeinschaft. Insoweit sich die zu meisternden Herausforderungen und wirtschaftspolitischen Erfordernisse in allen EU-Staaten weitgehend gleichen, stellen die Grundzüge der Wirtschaftspolitik eine Reihe allgemeiner Orientierungen auf, die für alle Mitgliedstaaten gelten. Gleichzeitig tragen sie den Unterschieden zwischen den Mitgliedstaaten hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung und Aussichten sowie ihrer Strukturen und Institutionen insofern Rechnung, als sie auch länderspezifische Empfehlungen enthalten. Gemäß dem EG-Vertrag müssen die Grundzüge der Wirtschaftspolitik die Unabhängigkeit des Eurosystems bei der Verfolgung seines vorrangigen Ziels, der Gewährleistung von Preisstabilität, respektieren und dürfen nicht versuchen, die Geldpolitik des Eurosystems zu beeinflussen.

teilung und die Verfügbarkeit von Rohstoffen im Eurogebiet wider.

Mit Blick auf die geographische Verteilung des Außenhandels des Euro-Währungsgebiets sind das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten als größte Handelspartner des

Euroraums zu nennen. Gemessen an den durchschnittlichen Handelsströmen im Zeitraum von 1996 bis 2002 liegen ihre Gewichte zusammengekommen bei über 30 % (siehe Abbildung 2.4). An dritter, vierter und fünfter Stelle folgten die Schweiz, Japan und Schweden mit Außenhandelsge-

Tabelle 2.3 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2002

(in % des gesamten Außenhandels)		
	Ausfuhren	Einfuhren
Insgesamt	100	100
<i>darunter:</i>		
Maschinen und Fahrzeuge	45,8	36,5
Chemische Erzeugnisse	14,8	10,0
Rohstoffe	1,8	4,5
Energieträger	2,1	13,7
Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	6,0	6,0
Sonstige gewerbliche Erzeugnisse	26,4	26,0
Sonstige	3,1	3,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

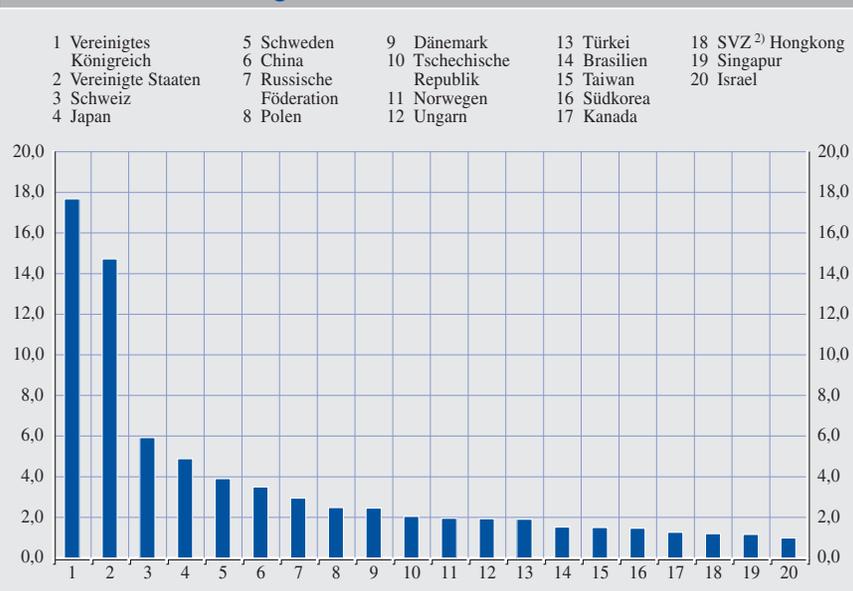
wichten von 5,9 %, 4,9 % bzw. 3,9 %. Was die Bedeutung verschiedener Ländergruppen betrifft, so entfielen auf die der EU beitretenden Staaten insgesamt 8,5 % des Außenhandels des Euroraums, während der Anteil Chinas und der übrigen asiatischen Länder (ohne Japan) insgesamt etwas mehr als 13 % ausmachte.

2.5 FINANZSTRUKTUR

Das Finanzsystem hat die wesentliche wirtschaftliche Funktion, Finanzierungsmittel von Nettosparern (Kapitalgebern) (deren Ausgaben geringer sind als ihre Einnahmen) an Nettoverwender (Kapitalnehmer) (die mehr ausgeben wollen als sie einnehmen) weiterzuleiten. Anders ausgedrückt er-

Indirekte und direkte Finanzierung

Abbildung 2.4 Außenhandelsgewichte¹⁾ der 20 wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets

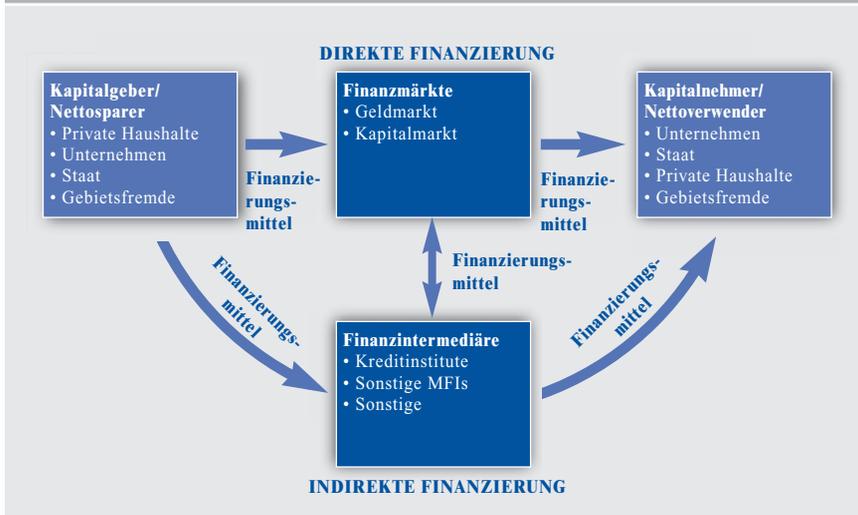


Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Angaben zum Außenhandel.

1) Außenhandelsgewichte sind die Summe der Aus- und Einfuhren in % der gesamten Aus- und Einfuhren des Euro-Währungsgebiets und Durchschnittswerte für den Zeitraum von 1996 bis 2002.

2) Sonderverwaltungszone.

Abbildung 2.5 Funktionen von Finanzsystemen



möglicht das Finanzsystem, dass Nettosparer als Kapitalgeber für Nettoverwender auftreten. Die Funktionen von Finanzsystemen sind in Abbildung 2.5 schematisch dargestellt. Die wichtigsten Kapitalgeber sind normalerweise die privaten Haushalte, doch auch Unternehmen, der Staat und Gebietsfremde verfügen hin und wieder über überschüssige Mittel und treten dann als Kapitalgeber auf. Die größten Kapitalnehmer sind normalerweise Unternehmen und der Staat, wobei jedoch auch private Haushalte und Gebietsfremde zuweilen Kredite aufnehmen, um ihre Ausgaben zu finanzieren.

Die Finanzierungsströme von Kapitalgebern zu Kapitalnehmern erfolgen über zwei Wege. Bei der direkten oder marktbasierter Finanzierung, also dem im oberen Teil von Abbildung 2.5 dargestellten Finanzierungsweg, leihen sich Kapitalnehmer direkt von Kapitalgebern an den Finanzmärkten Mittel, indem sie ihnen Finanzinstrumente (auch Wertpapiere genannt, z. B. Schuldverschreibungen und Ak-

tien) verkaufen, die einen Anspruch auf die zukünftigen Erträge oder Aktiva der Kapitalnehmer begründen. Sofern Finanzintermediäre bei den Finanzierungsströmen mit eingeschaltet sind, spricht man von indirekter bzw. bankbasierter Finanzierung (siehe Abbildung 2.5 unten). Bei den Finanzintermediären kann zwischen Kreditinstituten, sonstigen Monetären Finanzinstituten (MFIs) und sonstigen Finanzintermediären unterschieden werden.

Innerhalb eines Finanzsystems sind Finanzmärkte und Finanzintermediäre keine separaten Einheiten, sondern stark miteinander verknüpft. So können Finanzierungsmittel zwischen direkter und indirekter Finanzierung hin und her fließen (siehe Abbildung 2.5 Mitte). Die Gelder fließen von den Märkten zu den Kreditinstituten, wenn die Finanzintermediäre Schuldverschreibungen und Dividendenwerte emittieren, um ihre Geschäfte zu finanzieren. Umgekehrt fließen die Gelder von den Kreditinstituten an die Märkte, wenn beispielsweise Finanz-

Tabelle 2.4 Geldvermögen und Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren im Euro-Währungsgebiet (Stand: Ende 2002) ¹⁾

(Bestände)	in Mrd €	in %
Ausgewählte Forderungen		
Insgesamt	14 689	100,0
Bargeld und Einlagen	5 633	38,3
Bargeld	341	2,3
Einlagen bei	5 292	36,0
MFIs im Euro-Währungsgebiet	5 101	34,7
Nicht-MFIs	191	1,3
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	2 071	14,1
Kurzfristig	255	1,7
Langfristig	1 816	12,4
Anteilsrechte ²⁾	3 479	23,7
Börsennotierte Aktien	1 777	12,1
Investmentzertifikate	1 702	11,6
darunter: Geldmarktfondsanteile	308	2,1
Versicherungstechnische Rückstellungen	3 506	23,9
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	3 168	21,6
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	338	2,3

Quelle: EZB.

1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Ohne nichtbörsennotierte Aktien.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

intermediäre von den öffentlichen Haushalten und Unternehmen begebene Schuldverschreibungen erwerben – sei es als eigene Kapitalanlagen oder als Teil eines Geldmarktfonds. Ein weiteres Beispiel für das Zusammenspiel von Finanzmärkten und Finanzintermediären ist der Umstand, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, die Wertpapiere begeben, häufig eine

Zwischenfinanzierung benötigen (d. h. Überbrückungskredite bis zur Verfügbarkeit der durch die Begebung von Wertpapieren beschafften Mittel) und bei Finanzintermediären Rat suchen.

Bevor die Finanzmärkte, an denen die direkte Finanzierung erfolgt, und die Finanzintermediäre, welche in die indirekte Finanzierung eingebunden

Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren

Noch: Tabelle 2.4

Ausgewählte Verbindlichkeiten	in Mrd €	in %
Insgesamt	15 557	100,0
Kredite	8 066	51,8
a) von		
MFIs im Euro-Währungsgebiet	7 131	45,8
sonstigen Finanzintermediären	935	6,0
b) an		
Öffentliche Haushalte (Staat)	884	5,7
kurzfristig	61	0,4
langfristig	824	5,3
nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	3 598	23,1
kurzfristig	1 173	7,5
langfristig	2 425	15,6
private Haushalte ³⁾	3 584	23,0
kurzfristig	289	1,9
langfristig	3 295	21,2
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	4 656	29,9
Öffentliche Haushalte (Staat)	4 125	26,5
kurzfristig	480	3,1
langfristig	3 644	23,4
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	531	3,4
kurzfristig	140	0,9
langfristig	391	2,5
Börsennotierte Aktien		
begeben von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	2 396	15,4
Einlagen		
Verbindlichkeiten von Zentralregierungen	188	1,2
Pensionsrückstellungen		
nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	251	1,6

sind, genauer beschrieben werden, vermittelt Tabelle 2.4 einen Überblick über die wichtigsten Forderungen und Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet nach dem Stand von Ende 2002. Die ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten bilden die „Bestandsgrößen“ in der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung.

Die in Tabelle 2.4 ausgewiesenen wichtigsten Forderungen beliefen sich Ende 2002 auf 14 689 Mrd € (rund 208 % des jährlichen BIP im Eurogebiet). Auf Wertpapiere und Anteilsrechte entfielen nahezu zwei Fünftel dieses Werts, ebenso wie auf Bargeld und Einlagen. Der Anteil der versicherungstechnischen Rückstellungen, die von Pensionskassen, Versiche-

rungsgesellschaften und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für Forderungen von Versicherungsnehmern gebildet werden, lag bei einem Fünftel.

Die in Tabelle 2.4 enthaltenen wichtigsten Verbindlichkeiten beliefen sich Ende 2002 auf 15 557 Mrd € (220 % des BIP). Dabei machten Wertpapiere einschließlich börsennotierter Aktien rund 45 % der Finanzierungsquellen der nichtfinanziellen Sektoren aus und Kredite mehr als die Hälfte. Beim Großteil der Finanzmittel (fast 86 % der Verbindlichkeiten) betragen die Laufzeiten mehr als ein Jahr.

2.6 FINANZMÄRKTE

Dieser Abschnitt geht auf die wichtigsten Merkmale der Geld-, Renten- und Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet ein. Kasten 2.2 gibt einen Überblick über einige wichtige Begriffe im Zusammenhang mit Finanzmärkten.

Der Geldmarkt

Der Geldmarkt spielt bei der Übertragung geldpolitischer Impulse insofern eine entscheidende Rolle, als sich Veränderungen der geldpolitischen Instrumente zuerst auf den Geldmarkt auswirken (siehe Kapitel 4). Eine effiziente Geldpolitik setzt einen tiefen und integrierten Geldmarkt voraus, da dieser eine gleichmäßige Verteilung der Zentralbankliquidität und ein homogenes Niveau der kurzfristigen Zinsen im gesamten einheitlichen Währungsraum gewährleistet. Im Euro-Währungsgebiet wurde diese Voraussetzung praktisch unmittelbar von Beginn der dritten Stufe der WWU an erfüllt, als die nationalen Geldmärkte erfolgreich in einen effizienten Geldmarkt für das gesamte Eurogebiet integriert wurden.

Die rasche Integration des euroraumweiten Geldmarkts wurde auch durch die Weiterentwicklung der Infrastruktur der Zahlungsverkehrssysteme gefördert, vor allem durch die Einführung des TARGET-Systems (Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem), das eine reibungslose Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen ermöglicht. Das TARGET-System verbindet die nationalen Euro-Echtzeit-Bruttosysteme der nationalen Zentralbanken in der EU mit dem Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB. Die Leitung, Steuerung und Kontrolle von TARGET obliegt dem EZB-Rat.

Rolle der Zahlungsverkehrssysteme

Auf dem Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets gibt es verschiedene so genannte „Kassasegmente“. Das wichtigste davon ist der unbesicherte Markt. Dieses Geldmarktsegment dient vorrangig der Steuerung des Liquiditätsbedarfs der Banken, weshalb sich die unbesicherten Transaktionen stark auf den Markt für Tagesgeld konzentrieren. Auf dem unbesicherten Geldmarkt gelten zwei wichtige Referenzzinssätze, und zwar der EONIA (Euro Overnight Index Average) und der EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), die einheitliche Referenzkurse für täglich fällige Gelder und Laufzeiten von bis zu einem Jahr stellen.

Unbesicherte Geldmarktsegmente

Zu den wichtigsten Kassasegmenten des Geldmarkts zählen außerdem der Repomarkt und der Markt für Devisenswaps. Diese beiden Segmente werden als besicherte Märkte bezeichnet, da die Kreditvergabe gegen Hinterlegung von Vermögenswerten als Sicherheiten erfolgt. Die Bedeutung des Repomarkts variiert je nach Euro-Land. Bei Repogeschäften und Devisenswapgeschäften ist hauptsächlich eine Konzentration auf Lauf-

Besicherte Geldmarktsegmente

Integration des Geldmarkts

Kasten 2.2 Finanzmärkte: wichtige Begriffe

Finanzmärkte können nach einer Reihe von Kriterien klassifiziert werden, die verschiedene wesentliche Merkmale dieser Märkte beschreiben. Dabei kann die Einteilung danach erfolgen, ob sich eine Finanztransaktion auf den Kauf einer Neuemission bezieht oder auf den Handel zwischen Inhabern von Wertpapieren (Primär- bzw Sekundärmarkt). Der Sekundärmarkt kann wiederum auf zweierlei Art organisiert sein. Eine Möglichkeit besteht darin, institutionalisierte Finanzmärkte einzurichten, an denen Käufer und Verkäufer von Wertpapieren an einem zentralen Ort Geschäfte abschließen (börslicher Handel). Die andere Möglichkeit besteht im außerbörslichen Handel an verschiedenen Orten, bei dem die Händler, die über einen Wertpapierbestand verfügen, zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren zu den von ihnen gestellten Preisen bereit sind.

Eine andere Einteilung orientiert sich an der Ursprungslaufzeit des Finanzinstruments. Im Allgemeinen wird zwischen Ursprungslaufzeiten von weniger als einem Jahr und solchen von mindestens einem Jahr (Geld- bzw. Kapitalmarkt) unterschieden. Der Geldmarkt unterscheidet sich insofern von anderen Finanzmärkten, als er in der Regel ein Interbankenmarkt für Großkunden mit hohem Umsatzvolumen ist. Darüber hinaus kann das Eurosystem durch seine geldpolitischen Geschäfte die Bedingungen am Geldmarkt beeinflussen (siehe Kapitel 4). Die EZB hat das Monopol auf die Versorgung mit Zentralbankgeld, wodurch sie die für die Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet geltenden Refinanzierungsbedingungen festlegen kann. Auf diese Weise wird wiederum Einfluss auf die Konditionen ausgeübt, zu denen die Kreditinstitute und sonstigen Geldmarktteilnehmer auf dem Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets handeln.

Schließlich wird häufig auch nach der Art des Finanzinstruments unterschieden (Aktien- bzw. Rentenmarkt). Der Hauptunterschied zwischen Aktien und Schuldverschreibungen besteht darin, dass begebene Aktien nicht getilgt werden müssen, während Schuldverschreibungen finanzielle Forderungen sind, die in der Regel zurückzuzahlen sind (in festgelegten Beträgen und zu einem bestimmten Zinssatz).

Eine wichtige Kategorie von Finanzinstrumenten sind Derivate, deren Wert sich aus den zugrunde liegenden Wertpapierpreisen, Zinssätzen, Wechselkursen, Marktindizes und Rohstoffpreisen ableitet. Die wichtigsten derivativen Finanzinstrumente sind Terminkontrakte, Optionen, Swaps und Zinsterminkontrakte. So ist beispielsweise der Inhaber einer Kaufoption (Call-Option) bzw. einer Verkaufsoption (Put-Option) berechtigt, aber nicht verpflichtet, die Basiswerte (z. B. eine Anleihe oder Aktie) zu einem vereinbarten Ausübungspreis (bis) zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt zu kaufen bzw. zu verkaufen. Durch die Kombination der wichtigsten Kategorien sind viele andere Derivatekontrakte entstanden. Derivatemärkte unterstützen die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte, weil sie die Bewertung und Allokation finanzieller Risiken verbessern.

zeiten von bis zu einem Monat zu beobachten.

segmente. Die wichtigsten Derivatemärkte sind Zinsswap- und Terminkontrakte. Die auf diesen Märkten am häufigsten eingesetzten Instrumente sind EONIA-Swaps und EURIBOR-Terminkontrakte.

Derivatemärkte Neben den oben genannten Kassasegmenten umfasst der Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets auch Derivate-

Tabelle 2.5 Umlauf an kurzfristigen Euro-Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Jahresendstand; in Mrd €; (in % des BIP))

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Insgesamt	475 (11,6)	607 (11,4)	533 (9,1)	578 (9,0)	612 (8,9)	696 (9,9)
MFIs	104 (2,6)	168 (3,2)	165 (2,8)	243 (3,8)	241 (3,5)	281 (4,0)
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	4 (0,1)	10 (0,2)	9 (0,2)	5 (0,1)	3 (0,0)	4 (0,1)
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	44 (1,1)	34 (0,6)	46 (0,8)	86 (1,3)	96 (1,4)	85 (1,2)
Öffentliche Haushalte	322 (7,9)	396 (7,5)	313 (5,3)	244 (3,8)	272 (4,0)	325 (4,6)

Quelle: EZB.

**Entwicklung
des Geldmarkts
von Januar 1999
bis Juni 2003**

Betrachtet man die Entwicklung verschiedener Segmente des Geldmarkts im Euro-Währungsgebiet, so war der unbesicherte Markt von Beginn an durch einen hohen Aktivitäts- und Liquiditätsgrad gekennzeichnet. Dagegen hatte sich der Repomarkt in den Jahren 1999 und 2000 relativ langsam entwickelt, bevor er sich anschließend sehr rasch ausweitete und ab 2002 den Umsatz am unbesicherten Markt übertraf. Unbesicherte Transaktionen machten im Jahr 2002 37 % des gesamten Kassamarkturnsatzes im Eurogebiet aus; auf den Repomarkt entfielen etwa 46 %. Die Integration des Repomarkts hat sich in den letzten Jahren verstärkt, und die Indikatoren weisen auf einen gestiegenen Umfang grenzüberschreitender Transaktionen hin, da die Geschäftspartner zunehmend Sicherheiten in anderen Euro-Ländern nutzen. Eine Reihe technischer Faktoren, wie eine unterschiedliche Gesetzgebung und Dokumentation sowie unterschiedliche Abwicklungsmodalitäten und Marktgepflogenheiten in den einzelnen Euro-Ländern, haben trotz beträchtlicher Fortschritte bislang jedoch die vollständige Entwicklung eines euroraumweiten Repomarkts be-

hindert. Im Derivatesegment hat sich der EONIA-Swapmarkt seit 1999 am schnellsten entwickelt. Einen solchen von hoher Aktivität, Markttiefe und Liquidität geprägten Markt gibt es nur im Euro-Währungsgebiet.

Rentenmarkt

Der Geldmarkt umfasst im weiteren Sinne auch den Markt für kurzfristige Wertpapiere. Der Umlauf an kurzfristigen Euro-Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, belief sich Ende 2002 auf nahezu 10 % des BIP und war damit etwas niedriger als im Jahr 1990 (siehe Tabelle 2.5). Die relative Bedeutung der Emittentengruppen änderte sich jedoch in den inzwischen vergangenen zwölf Jahren. 1990 waren die meisten dieser Schuldverschreibungen noch Titel des öffentlichen Sektors (fast 70 % des Gesamtmarkts). Im Jahr 2002 lag der Umlauf der auf Euro lautenden kurzfristigen Schuldverschreibungen des privaten Sektors, vor allem der MFIs, geringfügig über dem Umlauf der Euro-Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors (53 %, verglichen mit 47 %).

**Geringere
relative
Bedeutung der
kurzfristigen
Euro-Schuldver-
schreibungen...**

Tabelle 2.6 Umlauf an langfristigen Euro-Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Jahresendstand; in Mrd €; (in % des BIP))						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Insgesamt	2 307 (56,5)	4 129 (77,8)	5 088 (86,5)	5 903 (91,5)	6 410 (93,7)	6 751 (95,6)
MFI's	961 (23,5)	1 467 (27,6)	1 850 (31,4)	2 178 (33,7)	2 324 (34,0)	2 402 (34,0)
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	54 (1,3)	83 (1,6)	121 (2,1)	254 (3,9)	365 (5,3)	472 (6,7)
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	152 (3,7)	224 (4,2)	221 (3,8)	287 (4,5)	350 (5,1)	380 (5,4)
Öffentliche Haushalte	1 140 (27,9)	2 354 (44,3)	2 896 (49,2)	3 183 (49,3)	3 370 (49,3)	3 497 (49,5)

Quelle: EZB.

...im Vergleich zu den langfristigen Schuldverschreibungen

Von größerer Bedeutung sind die langfristigen Euro-Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben werden. Der Umlauf dieser Schuldverschreibungen entsprach Ende 2002 rund 96 % des BIP, nachdem er zwölf Jahre zuvor noch rund 57 % des BIP betragen hatte (siehe Tabelle 2.6). Der öffentliche Sektor (Zentralstaat (Zentralregierung) und sonstige öffentliche Haushalte) ist volumenmäßig der wichtigste Emittent langfristiger Schuldverschreibungen. Ende 2002 betrug der Umlauf an auf Euro lautenden langfristigen Schuldverschreibungen, die vom öffentlichen Sektor begeben wurden, mehr als 50 % des Gesamtumlaufs. Die zweitgrößte Emittentengruppe hinsichtlich des Umlaufs war der MFI-Sektor mit einem Marktanteil von 36 % im Jahr 2002. Der Umlauf an langfristigen Euro-Schuldverschreibungen, die von nichtfinanziellen und nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, belief sich Ende 2002 auf rund 13 % des Gesamtmarkts. Das Wachstum in diesem Bereich ist vor allem seit Beginn der dritten Stufe der WWU zu verzeichnen und insbesondere auf

die Emissionstätigkeit der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften zurückzuführen. Diese konzentriert sich der Tendenz nach auf einige wenige Länder, deren Steuersysteme den Kapitalgesellschaften die Möglichkeit bieten, sich mithilfe von Zweckgesellschaften und anderen Finanzagenturen über den Markt für Unternehmensanleihen günstiger Kapital zu beschaffen.

Die Finanzierung über die Emission von Schuldverschreibungen ist im Euro-Währungsgebiet weniger ausgeprägt als in den Vereinigten Staaten und Japan. Ende 2002 lag der Umlauf im Euro-Währungsgebiet bei 105 % des BIP, verglichen mit 154 % in den Vereinigten Staaten und 160 % in Japan (siehe Tabelle 2.7). Die hohe Zahl für Japan lässt sich in erster Linie mit der kräftigen Zunahme der Staatsanleihen erklären, die vor dem Hintergrund einer anhaltenden Periode schwachen Wachstums seit den frühen Neunzigerjahren zu beobachten ist. Der Umlauf an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften belief sich im Euroraum Ende 2002 auf rund 7 % des BIP, in den Verei-

Finanzierung über Schuldverschreibungen im Eurogebiet weniger ausgeprägt als in den USA

Tabelle 2.7 Umlauf an Schuldverschreibungen (ohne Fremdwährungsanleihen) von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2002)

(in % des BIP)				
	Insgesamt	Begeben von finanziellen Kapitalgesellschaften	Begeben von nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften	Begeben von öffentlichen Haushalten
Euro-Währungsgebiet	105,4	44,7	6,6	54,1
Vereinigte Staaten	153,7	88,1	22,8	42,8
Japan	160,1	27,5	17,9	114,8

Quellen: EZB und BIZ.

nigten Staaten und Japan betrug er hingegen rund 23 % bzw. 18 %.

BIP Ende 2002 zu (siehe Tabelle 2.8). Aus Tabelle 2.8 geht allerdings hervor, dass sich die Aktienmarktkapitalisierung Ende 2000 auf 87 % des BIP belief. Diese starken Bewegungen der Aktienmarktkapitalisierung waren auf eine Phase starker Kurssteigerungen bis Anfang 2000 zurückzuführen, auf die beträchtliche Verluste folgten.

Die Aktienmarktkapitalisierung blieb im Euroraum insgesamt deutlich unter dem Niveau der Vereinigten Staaten; das Gefälle zwischen der am BIP gemessenen Aktienmarktkapitalisierung in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet vergrößerte sich sogar noch von etwa 30 Prozentpunkten im Jahr 1990 auf rund 60 Prozentpunkte im Jahr 2002. Im Gegensatz dazu verringerte sich die japanische Aktienmarktkapitalisierung zwischen 1990 und 2002 von 90 % des

... ist aber geringer als in den USA

Einige Segmente des Rentenmarkts im Eurogebiet wenig entwickelt

Trotz des im Euroraum stark wachsenden Rentenmarkts sind einige Marktsegmente, wie zum Beispiel jene für Schuldverschreibungen mit niedriger Bonitätseinstufung oder ohne Rating, relativ unterentwickelt geblieben. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten verfügten im Jahr 2002 relativ wenige Kapitalgesellschaften im Euroraum über ein Rating, was ihren Zugang zum Markt für Unternehmensanleihen einschränkte.

Aktienmarkt

Aktienmarktkapitalisierung im Eurogebiet nimmt zu...

Ein gängiger Indikator für die Bedeutung des Aktienmarkts ist die am BIP gemessene Marktkapitalisierung von gehandelten Aktien. Die Aktienmarktkapitalisierung nahm im Eurogebiet von 21 % des BIP Ende 1990 auf 47 % des

Tabelle 2.8 Aktienmarktkapitalisierung im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Jahresendstand, in % des BIP)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Euro-Währungsgebiet	21	28	76	87	72	47
Vereinigte Staaten	53	92	141	153	136	104
Japan	90	73	54	67	56	58

Quelle: World Federation of Exchanges.

Tabelle 2.9 Anzahl der börsennotierten in- und ausländischen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Jahresendstand)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Euro-Währungsgebiet	4 276	5 106	4 546	5 516	6 357	6 271
Vereinigte Staaten	6 765	8 160	8 449	7 851	7 069	6 586
Japan	1 752	1 791	1 890	2 096	2 141	2 153

Quelle: World Federation of Exchanges.

BIP auf 58 % des BIP (worin sich vor allem die in diesem Zeitraum stark rückläufigen Aktienkurse niederschlugen).

weite Aktienmarktindizes wie den Dow-Jones-Euro-STOXX-Index.

2.7 FINANZINTERMEDIÄRE

Anzahl der börsennotierten Unternehmen im Eurogebiet nimmt zu

Ein weiteres Indiz für die zunehmende Bedeutung des Aktienmarkts im Euro-Währungsgebiet liefern Statistiken über die Anzahl börsennotierter Unternehmen. Diese Zahl erhöhte sich zwischen Ende 1990 und Ende 2002 von 4 276 auf 6 271 (siehe Tabelle 2.9). Im Vergleich dazu belief sich die Anzahl börsennotierter Unternehmen in den Vereinigten Staaten und Japan Ende 2002 auf 6 586 bzw. 2 153.

Kreditinstitute und sonstige Monetäre Finanzinstitute (MFIs)

Die wichtigsten Finanzintermediäre im Euro-Währungsgebiet sind Kreditinstitute. Sie sind durch zwei Bankrechtskoordinierungsrichtlinien⁶ abgegrenzt und unterliegen allgemein anerkannten EU-weiten aufsichtsrechtlichen Normen. Kreditinstitute sind die Geschäftspartner der Zentralbanken bei geldpolitischen Geschäften (siehe Kapitel 4). Dadurch, dass sie privaten Haushalten und Unternehmen Kredite gewähren – unter anderem auf der Grundlage von Krediten der Zentralbank –, spielen sie bei der Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Volkswirtschaft eine entscheidende Rolle (siehe Kapitel 3). Der Begriff „Monetäres Finanzinstitut“ wurde geprägt, weil eine steigende Zahl von Instituten, die keine Kreditinstitute sind, insbesondere Geldmarktfonds⁷, Geschäfte täti-

Definition von Kreditinstituten und MFIs

Zunehmende Integration der Aktienmärkte im Euroraum

Seit der Einführung des Euro hat es viele Initiativen zur Gründung von Allianzen oder zu Fusionen von Börsen in einzelnen Euro-Ländern gegeben. Auch die Aktienmarktteilnehmer tragen offenbar zunehmend den wirtschaftlichen Faktoren Rechnung, die das gesamte Eurogebiet betreffen. Ein klarer Hinweis auf die zunehmende Integration der Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet ist die ausgeprägte Fokussierung auf einige euroraum-

⁶ Der Begriff „Kreditinstitut“ bezieht sich auf jedes Institut gemäß der Definition in Artikel 1 Absatz 1 der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute in der durch die Richtlinie 2000/28/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. September 2000 geänderten Fassung, d. h. auf „ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren“. Siehe Glossar.

⁷ Geldmarktfonds sind als Investmentgesellschaften definiert, deren Anteile – gemessen an der Liquidität – enge Substitute für Einlagen sind und die in erster Linie in Geldmarktinstrumente und/ oder in andere übertragbare Schuldtitel mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr investieren und/oder in Bankeinlagen und/oder eine Verzinsung anbieten, die den Zinsen für Geldmarktinstrumente annähernd entspricht.

Tabelle 2.10 Anzahl der Monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet

(Jahresendstand)

	1998	2000	2001	2002
Kreditinstitute	8 320	7 464	7 218	6 906
Geldmarktfonds	1 516	1 604	1 631	1 620
Zentralbanken und sonstige Finanzinstitute	20	20	19	18
MFIs insgesamt	9 856	9 088	8 868	8 544

Quelle: EZB.

gen und Produkte anbieten, für die traditionell Banken zuständig waren.

Rückgang der MFIs aufgrund der finanzwirtschaftlichen Konsolidierung

Ende 2002 waren 81 % aller MFIs im Euro-Währungsgebiet Kreditinstitute (siehe Tabelle 2.10). Geldmarktfonds stellten die zweitgrößte Gruppe von MFIs dar. Ende 2002 gab es 8 544 MFIs im Euroraum. Darin spiegelt sich die große Zahl der Sparkassen und Genossenschaftsbanken – die häufig ausschließlich auf lokaler Ebene tätig sind – und der Spezialkreditinstitute in einigen Ländern wider. Die Zahl der MFIs ging zwischen 1998 und 2002 deutlich zurück, was auf den fortschreitenden Konsolidierungsprozess im europäischen Kreditgewerbe zurückzuführen war. Die Entwicklung hin zu einer Konsolidierung im Sektor der Kreditinstitute ist eine Reaktion auf die Marktverhältnisse, die sich durch eine Reihe von Faktoren wie dem technischen Fortschritt, der Deregulierung, Liberalisierung und Globalisierung verändert haben. Die Einführung des Euro hat durch mehr Transparenz über nationale Grenzen hinweg diese Entwicklungen wahrscheinlich beschleunigt.

Aggregierte und konsolidierte Bilanz der MFIs

Die EZB und die NZBen erhalten monatliche und vierteljährliche Statistiken von den MFIs im Euro-Währungsgebiet und verwenden diese als Grundlage für die Berechnung einer aggregierten und einer konsolidierten MFI-Bilanz für das gesamte Euro-

gebiet. Die aggregierte Bilanz des MFI-Sektors ergibt sich als die Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euroraum ansässigen MFIs. Sie enthält Informationen über die Inter-MFI-Positionen auf Bruttobasis. Sie umfasst grenzüberschreitende Inter-MFI-Transaktionen sowohl innerhalb des Euro-Währungsgebiets als auch mit der übrigen Welt. Diese Angaben sind für die Beurteilung der Integration der Finanzsysteme und der Bedeutung des Interbankenmarkts von Nutzen. In der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors werden die in der aggregierten Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen saldiert. Die konsolidierte Bilanz bietet die Grundlage für die regelmäßige Analyse monetärer Entwicklungen sowie der Entwicklung der Kreditvergabe im Euroraum einschließlich der Geldmengenaggregate (siehe Kasten 2.3).

Aus Abbildung 2.7 geht die Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) Ende 2002 hervor. Einlagen machten 45 % der gesamten Passiva aus; andere wichtige Passivpositionen waren Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden sowie Schuldverschreibungen, die sich auf 19 % bzw. 13 % der gesamten MFI-Passiva beliefen. Auf die Kredite entfiel der größte Teil der Aktiva insgesamt (56 % Ende 2002). Forderungen gegenüber Ansässigen

Einlagen und Kredite sind die wichtigsten MFI-Bilanzpositionen

Kasten 2.3 Monetäre Aggregate

Die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors bildet die Grundlage für die Abgrenzung der monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet. Im Allgemeinen ist die geeignete Definition eines monetären Aggregats weitgehend abhängig von dem Zweck, den das gewählte Aggregat erfüllen soll. Da viele unterschiedliche Finanzwerte substituierbar sind und sich Finanzaktiva, Transaktionen und Zahlungsmittel in ihrer Art und ihren Merkmalen im Zeitablauf ändern, ist nicht immer klar, wie die Geldmenge definiert werden sollte und welche Vermögenswerte welcher Abgrenzung der Geldmenge zugeordnet werden sollten. Aus diesen Gründen definieren und überwachen Zentralbanken gewöhnlich mehrere monetäre Aggregate.

Die Definition der EZB für die monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet stützt sich auf eine harmonisierte Abgrenzung des Geld schöpfenden Sektors und des Geld haltenden Sektors sowie der Kategorien von MFI-Verbindlichkeiten. Der Geld schöpfende Sektor umfasst die im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. Der Geld haltende Sektor besteht aus allen im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs außer den Zentralregierungen. Obwohl die Zentralregierungen nach allgemeiner Auffassung nicht zum Geld schöpfenden Sektor zählen, werden deren Verbindlichkeiten mit monetärem Charakter (z. B. Einlagen von privaten Haushalten bei der Post) als Sonderposten in die Abgrenzung der monetären Aggregate einbezogen, da sie über eine hohe Liquidität verfügen.¹

Auf der Grundlage konzeptioneller Überlegungen und empirischer Studien sowie im Einklang mit internationalen Gepflogenheiten hat das Eurosystem ein eng gefasstes (M1), ein „mittleres“ (M2) und ein weit gefasstes Aggregat (M3) definiert. Diese Aggregate unterscheiden sich voneinander in Bezug auf den (anhand der Übertragbarkeit, Konvertibilität, Kurssicherheit und Marktfähigkeit beurteilten) Liquiditätsgrad der einbezogenen Vermögenswerte. Tabelle 2.11 zeigt die Abgrenzungen der monetären Aggregate des Euro-Währungsgebiets.

M1 umfasst Bargeld, d. h. Banknoten und Münzen, sowie täglich fällige Einlagen. Diese Einlagen können ohne weiteres in Bargeld umgewandelt oder für bargeldlose Zahlungen eingesetzt werden.

M2 umfasst neben M1 Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Solche Einlagen können in Komponenten der eng gefassten Geldmenge umgewandelt werden; teilweise können sie jedoch Einschränkungen unterliegen, wie etwa einer Kündigungsfrist, Strafzinsen oder Gebühren.

M3 umfasst neben M2 bestimmte von gebietsansässigen MFIs ausgegebene marktfähige Instrumente. Bei diesen Finanzinstrumenten handelt es sich um Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren (einschließlich Geldmarktpapieren). Aufgrund des hohen Liquiditätsgrads und der Kurssicherheit dieser Instrumente handelt es sich bei ihnen um enge Substitute für

¹ Einlagen der Zentralregierungen beim MFI-Sektor werden nicht berücksichtigt, da die Zentralregierungen nicht zum Geld haltenden Sektor gezählt werden, denn ihre Geldbestände sind nicht eng mit Ausgabenplänen verknüpft.

Tabelle 2.1 | Abgrenzung monetärer Aggregate im Euro-Währungsgebiet

Verbindlichkeiten ¹⁾	M1	M2	M3
Bargeldumlauf	X	X	X
Täglich fällige Einlagen	X	X	X
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren		X	X
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten		X	X
Repogeschäfte			X
Geldmarktfondsanteile			X
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren			X

Quelle: EZB.

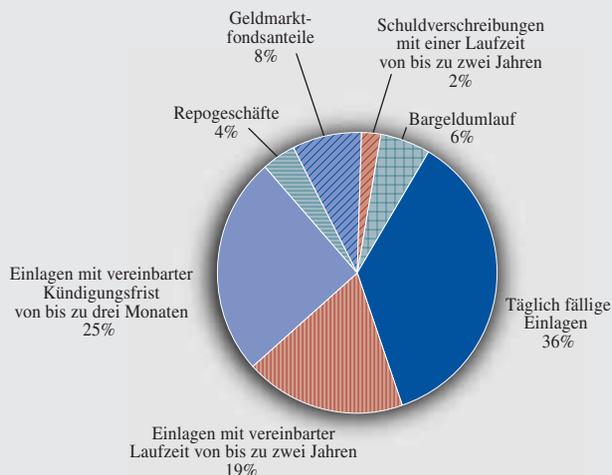
1) Monetäre Verbindlichkeiten der MFIs und Zentralregierungen (Post, Schatzamt) gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Zentralregierungen).

Einlagen. Durch ihre Einbeziehung ist das weit gefasste Geldmengenaggregat von Umschichtungen zwischen verschiedenen Kategorien liquider Forderungen weniger betroffen als engere Geldmengenabgrenzungen und aus diesem Grunde stabiler (siehe auch Kapitel 3).

Auf Fremdwährungen lautende liquide Forderungen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets können enge Substitute für auf Euro lautende Forderungen sein. Die Geldmengenaggregate schließen deshalb solche Forderungen mit ein, wenn sie bei MFIs im Euro-Währungsgebiet gehalten werden.

Da in der Definition monetärer Aggregate der EZB lediglich Verbindlichkeiten von MFIs im Euroraum gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet berücksichtigt sind, sind

Abbildung 2.6 Anteil der Komponenten von M3 in % am Jahresende 2002



Quelle: EZB.

folgende Anlagen Gebietsfremder nicht darin enthalten: 1) kurzfristige Einlagen bei MFIs mit Sitz im Euroraum, 2) Fondsanteile, die von Geldmarktfonds mit Sitz im Euroraum begeben wurden und 3) Schuldverschreibungen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren, die von MFIs mit Sitz im Euroraum begeben wurden. Der Bargeldumlauf ist in den Geldmengenaggregaten zur Gänze enthalten, unabhängig davon, ob das Bargeld von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet oder von Gebietsfremden gehalten wird, denn es ist schwierig, genaue und zeitnahe Messgrößen der Bargeldbestände Gebietsfremder zu ermitteln.

Abbildung 2.6 zeigt die relativen Anteile der Komponenten von M3 im Dezember 2002. Auf täglich fällige Einlagen entfiel der größte Teil, nämlich 36 % von M3. Der Anteil von Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten lag bei 25 % und der von Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren bei 19 % von M3. Geldmarktfondsanteile machten 8 % und der Bargeldumlauf 6 % aus. Auf Repogeschäfte und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren schließlich entfielen 4 % bzw. 2 % von M3.

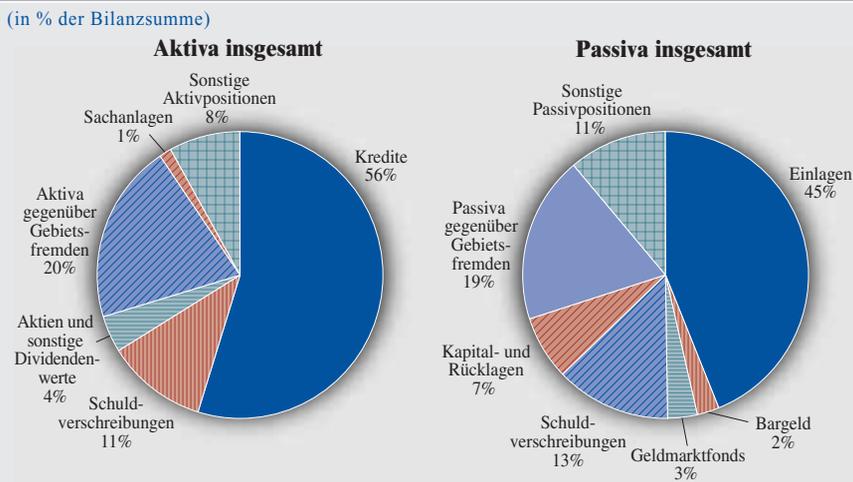
außerhalb des Euroraums machten 20 % der gesamten MFI-Aktiva aus und Aktiva in Form von Schuldverschreibungen sowie Aktien und sonstigen Dividendenwerten 15 %.

doch niedriger als in Japan (119 % des BIP). Gleichzeitig betragen die Bankkredite im Euroraum 108 % des BIP, während die entsprechende Quote in den Vereinigten Staaten und Japan bei 51 % bzw. 101 % lag. Diese Zahlen sind ein Indiz für die Bedeutung der Finanzintermediation von Banken im Euro-Währungsgebiet, insbesondere im Vergleich mit den Vereinigten Staaten.

Bankeinlagen und -kredite im Eurogebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

Ende 2002 beliefen sich die Bankeinlagen im Euro-Währungsgebiet auf 81 % des BIP (siehe Tabelle 2.12). Diese Quote war höher als in den Vereinigten Staaten (44 % des BIP), je-

Abbildung 2.7 Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) am Jahresende 2002



Quelle: EZB.

Tabelle 2.12 Bankeinlagen und Bankkredite im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2002)

(in % des BIP)			
	Bankeinlagen	Bankkredite	Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
Euro-Währungsgebiet	81,3	107,9	42,1
Vereinigte Staaten	44,0	51,2	39,3
Japan	118,8	101,0	63,9

Quellen: EZB, US-amerikanische und japanische Zentralbank.

Die Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften beliefen sich Ende 2002 sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den USA auf etwa 40 % des BIP, in Japan hingegen auf 64 %. Daran lässt sich ablesen, dass die Kapitalmärkte im Euroraum und in den Vereinigten Staaten für die Unternehmensfinanzierung eine größere Rolle spielen als in Japan, wo sich die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften eher über Bankkredite finanzieren.

Sonstige Finanzintermediäre

Die indirekte Finanzierung der öffentlichen und privaten Sektoren erfolgt nicht ausschließlich über die MFIs, sondern auch über sonstige Finanzintermediäre wie etwa Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, den Sektor Kredit- und Versicherungshilfstätigkeiten, Investmentfonds, Wertpapier- und Derivate-

händler sowie im Kreditgeschäft tätige finanzielle Kapitalgesellschaften. Einer der wichtigsten Unterschiede zu den Kreditinstituten besteht darin, dass auf der Passivseite der Bilanzen dieser Institute keine Einlagen stehen. Nach vorliegenden Schätzungen gewannen die sonstigen Finanzintermediäre in den Neunzigerjahren zwar zunehmend an Bedeutung, sie spielen jedoch im Vergleich zu MFIs nach wie vor eine untergeordnete Rolle. Ende 2002 lagen die Aktiva von Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds und Pensionskassen im Euroraum bei 90 % des BIP, während sich die Aktiva der MFIs auf 267 % des BIP beliefen. Gleichwohl haben die Vermögensbestände dieser sonstigen Finanzintermediäre im Euro-Währungsgebiet insgesamt deutlich zugenommen, insbesondere seit Ende der Neunzigerjahre.

Nicht-MFIs spielen nach wie vor untergeordnete Rolle

3 DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB

In diesem Kapitel wird die geldpolitische Strategie der EZB beschrieben, d. h. der allgemeine Ansatz der EZB, den sie zur Gewährleistung ihres vorrangigen Ziels der Preisstabilität verfolgt. Im ersten Abschnitt werden die Gründe für eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik dargelegt. Im zweiten Abschnitt werden die wichtigsten Merkmale des geldpolitischen Transmissionsmechanismus (d. h. die Art, wie die Geldpolitik die Preisentwicklung beeinflusst) zusammengefasst sowie deren Auswirkungen auf die Durchführung der Geldpolitik erörtert. Im Anschluss werden die Kernpunkte der geldpolitischen Strategie der EZB ausführlicher erläutert.

3.1 DIE ROLLE DER GELDPOLITIK UND DIE VORTEILE DER PREISSTABILITÄT

Was die Geldpolitik kann und was sie nicht kann

Durch Kontrolle des Angebots an monetärer Basis ...

Die Art, wie die Geldpolitik Einfluss auf die Wirtschaft ausübt, lässt sich wie folgt erklären: Die Zentralbank ist alleiniger Emittent von Banknoten und alleiniger Bereitsteller der Mindestreserveguthaben der Banken und besitzt somit das Monopol als Anbieter der monetären Basis. Kraft dieses Monopols ist die Zentralbank in der Lage, die Bedingungen am Geldmarkt zu beeinflussen und die kurzfristigen Zinssätze zu steuern.

...kann die Zentralbank die wirtschaftliche Entwicklung beeinflussen

Auf kurze Sicht werden durch eine von der Zentralbank ausgehende Änderung der Geldmarktzinsen zahlreiche Mechanismen und Maßnahmen seitens der Marktteilnehmer in Gang gesetzt, die letztendlich die Entwicklung der ökonomischen Variablen wie Produktion und Preise beeinflussen. Dieser Prozess – der auch als geldpolitischer Transmissionsmechanismus bezeichnet wird – ist vielschichtig, und obwohl er in seinen Grundzügen bekannt ist, gibt es keine einheitlichen und unbestrittenen Vorstellungen über alle seine relevanten Aspekte.

In Fachkreisen wird jedoch weitgehend die These anerkannt, dass auf lange Sicht, d. h. nachdem alle Anpassungen in der Wirtschaft ihre Wirkung entfaltet haben, eine Veränderung der in der Wirtschaft vorhandenen Geldmenge (bei ansonsten gleich bleibenden Bedingungen) sich in einer Änderung des allgemeinen Preisniveaus niederschlägt und keine anhaltende Veränderung realer Variablen wie der gesamtwirtschaftlichen Produktion oder der Arbeitslosigkeit nach sich zieht. Eine Veränderung der umlaufenden Geldmenge stellt letztendlich eine Veränderung der Recheninheit (und damit des allgemeinen Preisniveaus) dar, die alle sonstigen Variablen unberührt lässt, so wie zum Beispiel bei einer Änderung der Standardmaßeinheit für Entfernungen (z. B. eine Umstellung von Kilometern auf Meilen) die Entfernung zwischen zwei Orten gleich bleibt.

Auf lange Sicht wirken sich Änderungen der Geldmenge auf das allgemeine Preisniveau aus, ...

Dieses allgemeine Prinzip, das als „die langfristige Neutralität“ des Geldes bezeichnet wird, liegt allem makroökonomischen Standard-Denken und den entsprechenden theoretischen Ansätzen zugrunde. Das Realeinkommen oder das gesamtwirtschaftliche Beschäftigungsniveau werden auf lange

... nicht aber auf das Realeinkommen oder die Beschäftigung

Sicht wesentlich durch reale (angebotsseitige) Faktoren bestimmt. Hierzu zählen die technologische Entwicklung, das Bevölkerungswachstum, die Präferenzen der Wirtschaftsakteure sowie sämtliche Aspekte des institutionellen Rahmens der Wirtschaft (vor allem Eigentumsrechte, Steuerpolitik, Sozialpolitik und sonstige Verordnungen, die über die Flexibilität der Märkte und die Anreize für die Bereitstellung von Arbeitskraft und Kapital sowie für die Investition in Humankapital bestimmen).

Inflation ist letztlich ein monetäres Phänomen

Auf lange Sicht kann die Zentralbank das Wirtschaftswachstum nicht durch Veränderungen der Geldmenge beeinflussen. In diesem Zusammenhang steht auch die Aussage, Inflation sei letztlich ein monetäres Phänomen. In der Tat gehen hohe Inflationsraten über einen längeren Zeitraum hinweg meist mit einem starken Geldmengenwachstum einher. Zwar können andere Faktoren (wie Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, der technische Fortschritt oder Rohstoffpreisschocks) die Preisentwicklung über kürzere Zeiträume hinweg beeinflussen, aber langfristig gesehen können ihre Auswirkungen durch eine gewisse Anpassung der Geldmenge ausgeglichen werden. So gesehen kann die längerfristige Preis- oder Inflationsentwicklung von der Zentralbank gesteuert werden.

Preisstabilität steigert das Wachstumspotenzial

Der enge Zusammenhang zwischen dem Wachstum von Geldmenge und Inflation in der Wirtschaft und die langfristige Neutralität der Geldpolitik werden durch eine sehr große Anzahl volkswirtschaftlicher Untersuchungen für unterschiedliche Zeiträume und Länder bestätigt. Gleichzeitig wird durch empirische und theoretische Untersuchungen bestätigt,

dass die Kosten von Inflation (und Deflation) erheblich sind, und es ist heutzutage weitgehend unumstritten, dass Preisstabilität dazu beiträgt, den wirtschaftlichen Wohlstand und das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft zu steigern.

Die Vorteile der Preisstabilität

Das Ziel der Preisstabilität bezieht sich auf das allgemeine Preisniveau in der Volkswirtschaft und bedeutet, dass sowohl andauernde Inflation als auch Deflation vermieden werden. Preisstabilität trägt auf verschiedene Weise zu einer umfangreichen Wirtschaftsaktivität und einem hohen Beschäftigungsstand bei.

Erstens können bei Preisstabilität Veränderungen der relativen Preise leichter erkannt werden, da sie nicht durch Schwankungen des allgemeinen Preisniveaus überdeckt werden. Folglich werden Unternehmen und Verbraucher Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus nicht fälschlicherweise als relative Preisänderungen deuten und können deshalb fundiertere Konsum- und Investitionsentscheidungen treffen. Dies erlaubt dem Markt eine effizientere Ressourcenallokation. Dadurch, dass sie dem Markt ermöglicht, seine Ressourcen dorthin zu lenken, wo sie am produktivsten eingesetzt werden können, steigert die Preisstabilität den Wohlstand der privaten Haushalte und somit das produktive Potenzial der Wirtschaft.

Zweitens werden Gläubiger, die sicher sein können, dass die Preise auch zukünftig stabil bleiben, keine Inflationsrisikoprämien als Vergütung für Risiken verlangen, die sich aus der längerfristigen Haltung von nominalen Vermögenswerten ergeben. Durch den Abbau solcher Risikoprämien im

Höherer Lebensstandard durch den Beitrag der Preisstabilität zu ...

...mehr Transparenz bei den relativen Preisen, ...

...geringeren Inflationsrisikoprämien bei Zinsen, ...

Realzins trägt die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zur Allokationseffizienz der Kapitalmärkte bei und verstärkt die Investitionsanreize. Dies wiederum fördert den wirtschaftlichen Wohlstand.

...Vermeidung von unnötigen Absicherungen,...

Drittens sinkt durch die glaubwürdige Gewährleistung der Preisstabilität auch die Wahrscheinlichkeit, dass einzelne Wirtschaftsakteure und Unternehmen Ressourcen der produktiven Verwendung vorenthalten, um sich gegen Inflation abzusichern. In einem von hoher Inflation geprägten Umfeld besteht zum Beispiel ein Anreiz, Waren zu horten, da sie unter diesen Umständen eher ihren Wert behalten als Geld oder bestimmte Finanzaktiva. Das Horten von Waren ist jedoch keine effiziente Anlageentscheidung und beeinträchtigt daher das Wirtschaftswachstum.

...geringeren Verzerrungen der Steuer- und Sozialsysteme,...

Viertens können von Steuer- und Sozialsystemen falsche Anreize ausgehen, die das Verhalten der am Wirtschaftsleben Beteiligten verzerren. Zumeist werden diese Verzerrungen durch Inflation oder Deflation verstärkt, da die Steuersysteme in der Regel keine Anbindung der Steuersätze und Sozialbeiträge an die Inflationsrate zulassen. Preisstabilität eliminiert die realen Kosten, die entstehen, wenn die Inflation die Verzerrungseffekte der Steuer- und Sozialsysteme noch verstärkt.

...größeren Vorteilen der Bargeldhaltung...

Fünftens wirkt Inflation als eine Art Steuer auf Bargeldbestände. Dies reduziert den Bargeldbedarf der privaten Haushalte und führt damit zu höheren Transaktionskosten (z. B. die „Schuhlederkosten“).

Sechstens wird durch die Gewährleistung von Preisstabilität die erhebliche und willkürliche Umverteilung von Vermögen und Einkommen vermieden, zu der es in einem inflatorischen oder deflatorischen Umfeld mit unvorhersehbaren Änderungen der Preisentwicklung kommt (z. B. Umverteilungswirkungen von Gläubigern zu Schuldnern). Die schwächsten gesellschaftlichen Gruppen leiden in der Regel am meisten unter einer Inflation, da sie sich gegen sie nur unzureichend absichern können. Ein von stabilen Preisen geprägtes Umfeld trägt also dazu bei, sozialen Zusammenhalt und soziale Stabilität aufrechtzuerhalten. Wie sich anhand mehrerer Beispiele im zwanzigsten Jahrhundert gezeigt hat, führen hohe Inflations- oder Deflationsraten häufig zu sozialer und politischer Instabilität.

All diese Argumente legen den Schluss nahe, dass eine Zentralbank, die Preisstabilität gewährleistet, einen wesentlichen Beitrag zur Erreichung der weiter gefassten wirtschaftlichen Ziele liefert, wie ein höherer Lebensstandard, eine kräftige Wirtschaftstätigkeit und bessere Beschäftigungsaussichten. Diese Schlussfolgerung wird von Wirtschaftsdaten gestützt, die für die verschiedensten Länder, Verfahren und Zeiträume zeigen, dass Volkswirtschaften mit niedrigerer Inflationsrate auf lange Sicht offenbar im Schnitt schneller wachsen.

Im EG-Vertrag zugewiesene Aufgaben

Die oben dargestellten allgemein anerkannten Grundprinzipien spiegeln sich in der im EG-Vertrag festgelegten Übertragung von Zielen und Zuständigkeiten auf verschiedene wirtschaftspolitische Instanzen wider. Das vorrangige Ziel des Eurosystems, und damit der einheitlichen Geldpoli-

...und zur Vermeidung einer willkürlichen Vermögens- und Einkommensumverteilung

Durch die Gewährleistung von Preisstabilität unterstützt die Zentralbank allgemeine wirtschaftliche Ziele

Die im EG-Vertrag zugewiesenen Aufgaben spiegeln diese allgemeinen Grundprinzipien wider,...

tik, für die es verantwortlich ist, wird im EG-Vertrag als die Gewährleistung der Preisstabilität definiert. Soweit dies „ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität“ möglich ist, soll das Eurosystem auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unterstützen, um zur „Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft“ beizutragen, zu denen ein „hohes Beschäftigungsniveau“ sowie ein „beständiges, nichtinflationäres Wachstum“ gehören (siehe Kapitel 1).

...indem Preisstabilität als vorrangiges Ziel der Geldpolitik festgelegt wird

Der EG-Vertrag weist dem Ziel des Eurosystems, Preisstabilität zu gewährleisten, aus guten wirtschaftlichen Gründen eine herausragende Rolle zu. Da die Geldpolitik letztlich nur das Preisniveau in einer Volkswirtschaft beeinflussen kann, ist Preisstabilität ihr einziges „natürliches“ Ziel. Der Geldpolitik ein Ziel für das Realeinkommen oder die Beschäftigung zuzuweisen wäre problematisch, da die Geldpolitik – abgesehen von den positiven Auswirkungen der Preisstabilität – nicht über Möglichkeiten verfügt, um auf die realwirtschaftlichen Größen dauerhaft Einfluss zu nehmen. Die Erhöhung des Wachstumspotenzials der Wirtschaft obliegt anderen Wirtschaftsakteuren, namentlich den für die Finanz- und Strukturpolitik Verantwortlichen. Die klare Rangfolge der Ziele, die der EG-Vertrag für das Eurosystem vorgibt, ist das Ergebnis jahrzehntelanger praktischer Erfahrung und einer großen Anzahl volkswirtschaftlicher Studien, die darauf hinweisen, dass die Geldpolitik vor allem durch die Gewährleistung anhaltender Preisstabilität zur Verbesserung der Wirtschaftsaussichten und zur Hebung des Lebensstandards der Bürgerinnen und Bürger beiträgt.

Gleichzeitig implizieren die Zielzuweisungen des EG-Vertrags, dass das Eurosystem bei der tatsächlichen Umsetzung der geldpolitischen Beschlüsse zur Gewährleistung von Preisstabilität (und soweit dies ohne Beeinträchtigung dieses Ziels möglich ist) auch die allgemeineren wirtschaftlichen Ziele der Europäischen Gemeinschaft berücksichtigen soll. Insbesondere in Anbetracht der Tatsache, dass die Geldpolitik kurzfristig die reale Wirtschaftstätigkeit beeinflussen kann, sollte die EZB es in der Regel vermeiden, übermäßige Produktions- und Beschäftigungsschwankungen auszulösen, sofern dies in Einklang mit ihrem vorrangigen Ziel steht.

Allerdings muss das Eurosystem bei der Verfolgung ihres vorrangigen Ziels die allgemeineren wirtschaftlichen Ziele der Gemeinschaft berücksichtigen

3.2 DER TRANSMISSIONSMECHANISMUS DER GELDPOLITIK

Da es dem EZB-Rat obliegt, geldpolitische Beschlüsse zur Gewährleistung von Preisstabilität zu fassen, ist es für die EZB äußerst wichtig, zu einer Einschätzung über die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen auf das Preisniveau zu gelangen. Der Prozess, mittels dessen sich geldpolitische Entscheidungen auf die Wirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen auswirken, wird als Transmissionsmechanismus der Geldpolitik bezeichnet. Die einzelnen Verbindungen, über die geldpolitische Impulse (normalerweise) übertragen werden, werden als Transmissionskanäle bezeichnet.

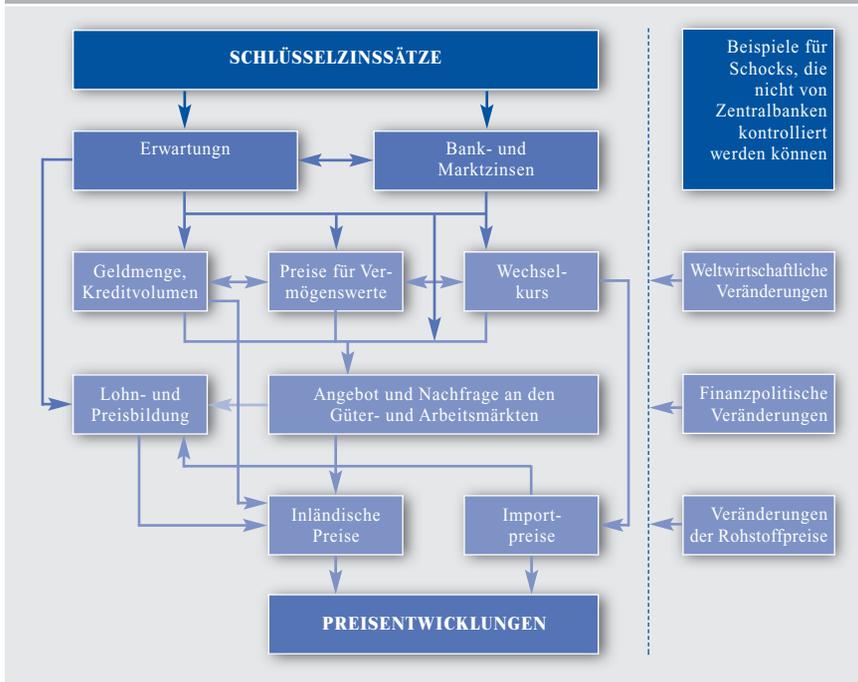
Transmissionsmechanismus und Transmissionskanäle

Kanäle der geldpolitischen Transmission

Die wichtigsten geldpolitischen Übertragungswege sind im linken Teil der Abbildung 3.1 vereinfacht und schematisch dargestellt.

Der Transmissionsmechanismus...

Abbildung 3.1 Vereinfachte Darstellung des Transmissionsmechanismus von den Zinssätzen zu den Preisen



...beginnt mit einer Änderung der Schlüsselzinssätze...

Am Anfang der (langen) Wirkungskette, über die sich geldpolitische Entscheidungen auf das Preisniveau auswirken, steht eine Änderung der von der Zentralbank mithilfe ihrer geldpolitischen Geschäfte festgesetzten Schlüsselzinssätze. Im Rahmen dieser Geschäfte stellt die Zentralbank den Banken üblicherweise Mittel zur Verfügung (Kapitel 4 enthält eine detaillierte Beschreibung der geldpolitischen Instrumente des Eurosystems). Das Bankensystem verlangt nach Zentralbankgeld („Basisgeld“), um den öffentlichen Bargeldbedarf zu decken, Interbanksalden auszugleichen und die Anforderungen hinsichtlich der bei der Zentralbank zu hinterlegenden Mindestreserven erfüllen zu können. Angesichts ihres Monopols zur Schaffung von Basisgeld kann die Zentralbank die für ihre Geschäfte geltenden Zinssätze völlig selbstständig festsetzen. Da die Zentralbank dadurch die Refi-

anzierungskosten von Bankkrediten beeinflusst, müssen die Banken diese Kosten bei der Kreditvergabe an ihre Kunden weitergeben.

Durch diesen Prozess kann die Zentralbank einen dominierenden Einfluss auf die Geldmarktbedingungen ausüben und so die Geldmarktsätze steuern. Änderungen der Geldmarktsätze wirken sich wiederum, wenngleich in unterschiedlichem Maße, auf andere Zinssätze aus. So wirken sich zum Beispiel Veränderungen der Geldmarktsätze auf die Zinssätze der Banken für kurzfristige Kredite und Einlagen aus. Darüber hinaus beeinflussen Erwartungen hinsichtlich künftiger Änderungen der Schlüsselzinssätze die längerfristigen Marktzinssätze, da sich in diesen die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen widerspiegeln. Die Zinssätze bei sehr

...welche auf die Marktzinssätze durchschlägt...

langen Laufzeiten (zum Beispiel Renditen zehnjähriger Staatsanleihen oder langfristige Kreditzinsen der Banken) werden jedoch von Änderungen der Geldmarktsätze nur mittelbar beeinflusst. Diese Sätze sind zu einem Großteil von Markterwartungen hinsichtlich der langfristigen Wachstums- und Inflationsentwicklung in einer Volkswirtschaft abhängig. Mit anderen Worten schlagen Änderungen der Schlüsselzinssätze in der Regel nicht auf diese längerfristigen Zinssätze durch, es sei denn, sie führen zu einer Veränderung der Markterwartungen mit Blick auf die langfristige wirtschaftliche Entwicklung.

... und die Preise für Vermögenswerte beeinflusst, ...

Aufgrund des Einflusses, den die Geldpolitik auf die Finanzierungsbedingungen in einer Volkswirtschaft ausübt – aber auch aufgrund ihres Einflusses auf die Erwartungen –, kann sie auf andere finanzielle Größen wie die Preise für Vermögenswerte (z. B. die Aktienkurse) oder Wechselkurse einwirken.

... was sich wiederum auf Spar-, Kredit- und Investitionsentscheidungen auswirkt ...

Veränderungen der Zinssätze und Preise für finanzielle Vermögenswerte wirken sich wiederum auf die Spar-, Konsum- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte und der Unternehmen aus. Unter ansonsten gleichen Bedingungen machen beispielsweise höhere Zinssätze die Kreditaufnahme zur Finanzierung von Konsum oder Investitionen für private Haushalte oder Unternehmen tendenziell weniger attraktiv. Höhere Zinssätze steigern aufgrund der höheren Verzinsung der Ersparnisse für private Haushalte auch den Anreiz, ihr laufendes Einkommen zu sparen, anstatt es auszugeben. Zudem können sich Änderungen der Schlüsselzinssätze auch auf das Kreditangebot auswirken. So kann sich infolge einer Zinserhö-

hung das Risiko, dass einige Kreditnehmer ihre Kredite nicht ordnungsgemäß zurückzahlen können, so stark erhöhen, dass Banken diesen Kreditnehmern keinen Kredit gewähren. Diese Kreditnehmer bzw. privaten Haushalte oder Unternehmen wären infolgedessen gezwungen, ihre Konsumausgaben oder Investitionspläne aufzuschieben.

Schließlich können Bewegungen der Preise für Vermögenswerte die Konsumausgaben und Investitionen über Einkommens- und Vermögenseffekte beeinflussen. Ein Anstieg der Aktienkurse zum Beispiel führt dazu, dass Privathaushalte, die Aktien besitzen, vermögender werden und sich dazu entschließen könnten, mehr zu konsumieren. Umgekehrt können fallende Aktienkurse dazu führen, dass Privathaushalte ihren Konsum sogar einschränken. Darüber hinaus können Preise für Vermögenswerte die Gesamtnachfrage über den Wert der Sicherheiten beeinflussen, welcher es den Kreditnehmern ermöglicht, ihre Kreditaufnahme zu erhöhen und/oder die von Kreditgebern/Banken geforderte Risikoprämie zu verringern. Kreditentscheidungen werden oft zu einem großen Teil vom Wert der Sicherheiten abhängig gemacht. Verringert sich der Wert der Sicherheiten, werden Kredite teurer und möglicherweise sogar nur noch so restriktiv vergeben, dass die Ausgaben sinken.

Infolge der Veränderungen beim Verbrauch und den Investitionen ändert sich das Verhältnis der inländischen Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen zum inländischen Angebot. Wenn die Nachfrage das Angebot bei ansonsten gleich bleibenden Bedingungen übersteigt, dürfte es im Ergebnis zu einem Aufwärtsdruck auf

... und so zu einer Veränderung der Gesamtnachfrage und Preise führt

die Preise kommen. Darüber hinaus können Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sich in einer Verschärfung oder Entspannung der Lage an den Arbeits- und Vorleistungsgütermärkten niederschlagen, was wiederum die Lohn- und Preisbildung am jeweiligen Markt beeinflussen kann.

Auswirkungen von Wechselkursänderungen auf die Preise

Wechselkursänderungen wirken sich normalerweise auf drei verschiedene Arten auf die Teuerungsrate aus. Erstens können Wechselkursbewegungen unmittelbar Auswirkungen auf die Inlandspreise für Importgüter haben. Bei einem Anstieg des Wechselkurses sinken in der Regel die Preise für Importgüter, was unmittelbar zu einer Verringerung der Teuerungsrate beiträgt, wenn es sich bei diesen Gütern um Verbrauchergüter handelt. Zweitens kann der Einsatz der Importgüter als Vorleistungsgüter für die Produktion dazu führen, dass die niedrigeren Preise der Vorleistungsgüter sich mit der Zeit in niedrigeren Preisen für Endprodukte niederschlagen. Drittens können Wechselkursbewegungen auch über ihre Auswirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit der im Inland produzierten Güter auf den internationalen Märkten einen Einfluss ausüben. Wenn Inlandsprodukte durch eine Aufwertung der Währung auf den Weltmärkten an preislicher Wettbewerbsfähigkeit einbüßen, führt dies meist zu einer geringeren Auslandsnachfrage und somit zu einem verringerten Nachfragedruck in der heimischen Wirtschaft. Unter ansonsten gleich bleibenden Bedingungen würde eine Wechselkursaufwertung den Inflationsdruck somit tendenziell mindern. Die Wirkung solcher durch Wechselkursbewegungen hervorgerufener Effekte hängt vom Öffnungsgrad einer Wirtschaft gegenüber dem internatio-

nen Handel ab. Wechselkurseffekte sind für einen großen, relativ geschlossenen Währungsraum wie das Eurogebiet im Allgemeinen weniger von Bedeutung als für kleine, offene Volkswirtschaften. Die Preise für finanzielle Vermögenswerte sind offensichtlich neben der Geldpolitik von vielen anderen Faktoren abhängig, und auch die Wechselkursänderungen werden häufig weitgehend von diesen Faktoren bestimmt.

Andere Kanäle, über welche die Geldpolitik Einfluss auf die Preisentwicklung nehmen kann, ergeben sich hauptsächlich aus der Einflussnahme auf die langfristigen Erwartungen des privaten Sektors. Genießt eine Zentralbank ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit bei der Verfolgung ihres Ziels, kann die Geldpolitik einen starken direkten Einfluss auf die Preisentwicklung ausüben, indem sie die Erwartungen der Wirtschaftsakteure hinsichtlich der künftigen Inflationsentwicklung lenkt und damit deren Lohn- und Preissetzungsverhalten beeinflusst. Das Vertrauen darauf, dass eine Zentralbank Preisstabilität dauerhaft gewährleistet, spielt dabei eine entscheidende Rolle. Nur dann, wenn die Wirtschaftsakteure überzeugt sind, dass die Zentralbank in der Lage ist und sich in der Pflicht sieht, die Preise stabil zu halten, werden die Inflationserwartungen auf einem stabilitätsgerechten Niveau verharren. Dies wird sich wiederum auf die Lohn- und Preissetzung in der Volkswirtschaft auswirken, da die daran Beteiligten die Preise in einem von Preisstabilität geprägten Umfeld nicht aus Angst vor einer in Zukunft höheren Teuerungsrate nach oben anpassen müssen. Daher erleichtert Glaubwürdigkeit die Aufgabe der Geldpolitik.

Verankerung der Inflationserwartungen

Die Transmission ist durch lange, variable und nicht genau vorhersagbare Zeitverzögerungen gekennzeichnet...

Der oben beschriebene dynamische Prozess umfasst eine Reihe unterschiedlicher Mechanismen und Maßnahmen seitens der Wirtschaftsakteure in verschiedenen Phasen des Transmissionsprozesses. Entsprechend schlagen geldpolitische Maßnahmen in der Regel erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung auf die Preisentwicklung durch. Darüber hinaus können Umfang und Stärke der verschiedenen Effekte je nach Wirtschaftslage variieren, wodurch die genaue Auswirkung schwer einzuschätzen ist. Insgesamt sehen sich Zentralbanken bei der Durchführung der Geldpolitik für gewöhnlich mit langen, variablen und nicht genau vorhersagbaren Wirkungsverzögerungen konfrontiert.

... und wird durch exogene Schocks beeinflusst

Die Identifizierung der Transmissionskanäle der Geldpolitik wird durch die Tatsache erschwert, dass die wirtschaftliche Entwicklung in der Praxis fortwährend von Schocks beeinflusst wird, die von einer Vielzahl unterschiedlicher Quellen herrühren. So können sich beispielsweise Ölpreisänderungen oder Änderungen anderer Rohstoffpreise oder administrierter Preise kurzfristig direkt auf die Inflation auswirken. Darüber hinaus können sich auch die Entwicklung der Weltwirtschaft oder finanzpolitische Entwicklungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und somit die Preise auswirken. Zudem werden die Preise für finanzielle Vermögenswerte und die Wechselkurse neben der Geldpolitik von einer Vielzahl anderer Faktoren beeinflusst. Die Geldpolitik muss daher nicht nur die Übertragung geldpolitischer Maßnahmen überwachen, sondern auch alle anderen für die künftige Inflation relevanten Entwicklungen berücksichtigen, um zu vermeiden, dass sich diese in einer Weise in den längerfristigen Infla-

tionstrends und -erwartungen niederschlagen, die nicht mit Preisstabilität vereinbar ist. Der erforderliche geldpolitische Kurs hängt stets von Beschaffenheit, Ausmaß und Dauer der wirtschaftlichen Schocks ab. Für die Zentralbank ist es eine ständige Herausforderung, zu erkennen, welche Faktoren die Preisentwicklung bestimmen, um angemessene geldpolitische Maßnahmen ergreifen zu können.

Zentralbanken sehen sich also in der Regel mit einem komplexen Geflecht ökonomischer Wirkungszusammenhänge konfrontiert. Angesichts dieser Komplexität orientieren sie sich bei der Ausrichtung bzw. Gegenprüfung ihrer Maßnahmen oftmals auch an einfachen Faustregeln. Eine dieser Regeln basiert auf der Tatsache, dass es sich bei Inflation mittel- bis langfristig betrachtet immer um ein monetäres Phänomen handelt. Nach dieser Regel müssen Zentralbanken die Geldmengenentwicklung im Auge behalten, um Inflationstrends abschätzen zu können.

Obwohl sich die Verwendung empirischer Methoden zur Quantifizierung des Transmissionsmechanismus und seiner Übertragungskanäle in den letzten Jahrzehnten als äußerst hilfreich erwiesen hat, haben die Ergebnisse den zugrunde liegenden komplexen Prozess nur teilweise beleuchten können. Darüber hinaus dürfte sich die EZB einem sogar noch etwas höheren Grad an Unsicherheit gegenübersehen als viele andere Zentralbanken, da sie die Verantwortung für einen völlig neuen Währungsraum übernommen hat. Zudem könnten institutionelle und verhaltensmäßige Veränderungen nach der Einführung der Einheitswährung Anfang 1999 die Beziehungen zwischen verschiedenen ökonomischen Variablen verändert haben. Inzwischen

Komplexität des Transmissionsprozesses

Empirische Kenntnisse über den Transmissionsprozess

Kasten 3.1 Empirische Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet

Für die Geldpolitik ist das Verständnis des Transmissionsmechanismus unerlässlich. Es überrascht daher nicht, dass in einer Reihe von Studien, die sowohl von Wissenschaftlern als auch von Experten des Eurosystems erstellt wurden, versucht wird, weiteren Aufschluss über das diesem Mechanismus zugrunde liegende komplexe Zusammenspiel zu erhalten. Die wesentlichen Ergebnisse dieser Studien – die zwar noch mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet sind (was u. a. daran liegt, dass überwiegend Daten aus der Zeit vor 1999 verwendet wurden) – bestätigen offenbar die Tatsache, dass eine Reihe von weitgehend anerkannten und etablierten Fakten auch für den Euroraum gilt.

Empirische Schätzungen zu den Auswirkungen von Veränderungen des Kurzfristzinssatzes auf die realwirtschaftliche Entwicklung und die Preise

Um die Auswirkungen von Veränderungen des Kurzfristzinssatzes auf die Produktion und die Preise zu schätzen, wurden verschiedene ökonometrische Modelle des Euroraums verwendet. Dies wird in Tabelle 3.1 deutlich, in der die Ergebnisse der Auswirkungen von Veränderungen der Kurzfristzinsen dargestellt sind, und zwar auf der Grundlage von drei unterschiedlichen Modellen des Euroraums, die unterschiedliche Wirtschaftsstrukturen bzw. ökonometrische Methoden widerspiegeln. Es wird gezeigt, wie das Niveau des BIP und das Preisniveau auf eine vorübergehende Anhebung des von der Zentralbank festgesetzten Schlüsselzinssatzes um 1 Prozentpunkt reagieren, der anschließend zwei Jahre lang auf diesem höheren Niveau gehalten wird.

Die wesentlichen Merkmale der Reaktionen des BIP und der Preise entsprechen sich in qualitativer Hinsicht bei allen drei Modellen. Ein Anstieg der kurzfristigen Zinssätze führt zu einer vorübergehenden Verringerung der Produktion, die etwa zwei Jahre nach dem eigentlichen geldpolitischen Impuls ihre negative Spitze erreicht und anschließend auf ihr ursprüngliches Niveau zurückkehrt. Gleichzeitig sinken die Preise schrittweise auf ein dauerhaft niedrigeres Niveau.

Tabelle 3.1 Geschätzte Reaktion des realen BIP und der Verbraucherpreise auf eine Anhebung des Schlüsselzinsses um 1 Prozentpunkt im Euro-Währungsgebiet

	Reales BIP				Verbraucherpreise			
	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4	Jahr 1	Jahr 2	Jahr 3	Jahr 4
Modell 1	-0,34	-0,71	-0,71	-0,63	-0,15	-0,30	-0,38	-0,49
Modell 2	-0,22	-0,38	-0,29	-0,14	-0,09	-0,21	-0,31	-0,40
Modell 3	-0,34	-0,47	-0,37	-0,28	-0,06	-0,10	-0,19	-0,31

Quelle: „Jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Oktober 2002.

Anmerkung: Die Zahlen sind Veränderungen in % gegenüber dem ursprünglichen Niveau des BIP und des Preisindex. Modell 1 ist das euroraumweite Modell der EZB (EWM). Modell 2 bezieht sich auf die Aggregation makroökonomischer Modelle der nationalen Zentralbanken des Euroraums. Modell 3 ist das vom National Institute of Economic and Social Research im Vereinigten Königreich entwickelte Mehr-Länder-Modell. Bei den genannten Simulationen wird davon ausgegangen, dass eine Erhöhung des Schlüsselzinsses eine Erhöhung des langfristigen Zinssatzes sowie einen Wechselkursanstieg nach sich zieht.

Weitgehend ähnliche Verlaufsmuster sind bei einer umfangreicheren Gruppe von empirischen Modellen als den in Tabelle 3.1 beschriebenen festzustellen, und diese Verlaufsmuster sind mit den Ergebnissen für andere Länder und mit den am meisten anerkannten theoretischen Modellen des Transmissionsmechanismus vereinbar. Kurz gesagt zeigen diese, dass geldpolitische Maßnahmen auf lange Sicht neutral sind. Ihr Einfluss auf die Produktion ist von vorübergehender Natur, während sie sich auf die Preise dauerhaft auswirken.

Hinsichtlich des Ausmaßes und Zeitpunkts dieser Reaktionen unterscheiden sich die einzelnen Modelle allerdings recht erheblich, was die Unsicherheit bezüglich der genauen Merkmale des Transmissionsmechanismus deutlich macht. In den drei in Tabelle 3.1 genannten Modellen liegt beispielsweise die stärkste Reaktion der Produktion zwischen -0,38 % und -0,71 %, und die Preisreaktion bewegt sich zwei Jahre nach dem ursprünglichen Zinsschock zwischen -0,10 % und -0,30 %. Insgesamt wird durch diese Schätzungen die Existenz langer und unsicherer Verzögerungen im Transmissionsmechanismus bestätigt, mit denen geldpolitische Maßnahmen auf das Preisniveau durchwirken.

Empirische Ergebnisse zu den geldpolitischen Übertragungswegen im Euro-Währungsgebiet

Hinsichtlich der Reaktionen einzelner BIP-Komponenten auf Zinsänderungen wird in einigen Studien die Bedeutung der Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf Investitionen im Vergleich zu den Auswirkungen auf den Verbrauch und sonstige Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hervorgehoben. Die Unternehmensinvestitionen werden hauptsächlich von Veränderungen der Kapitalnutzungskosten beeinflusst (einer Variablen, die eng mit dem Zinssatz verbunden ist). In geringerem Maße reagieren Unternehmensinvestitionen auch auf Liquiditäts- oder Cashflow-Beschränkungen (d. h. die Möglichkeit der Unternehmen, Schuldverschreibungen an den Finanzmärkten zu begeben oder Kredite bei Banken aufzunehmen).

Vorliegende empirische Untersuchungen deuten zudem darauf hin, dass Wechselkurseffekte im Euroraum eine relativ wichtige Rolle spielen können. Die Reaktion der Verbraucherpreise auf Schlüsselzinsänderungen hängt also auch von den Auswirkungen dieser Zinsänderungen auf den Wechselkurs ab. Je stärker beispielsweise der Euro aufgrund einer Zinsänderung aufwertet, desto rascher und stärker wird die Inflationsrate zurückgehen. Allerdings kann die Zentralbank weder das Ausmaß noch die Richtung der Wechselkursreaktion auf Schlüsselzinsänderungen genau voraussehen, da diese Reaktion auch von anderen Faktoren wie z. B. von der geldpolitischen Entwicklung außerhalb des Euroraums, die nicht von der Zentralbank gesteuert werden, abhängt.

stehen jedoch mehr Informationen und Forschungsergebnisse zur Verfügung, und es hat sich ein besseres Verständnis des geldpolitischen Transmissionsprozesses im Euro-Währungsgebiet herausgebildet (siehe auch Kasten 3.1, in dem die jüngsten em-

pirischen Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euroraum zusammengefasst werden). Weitere Fortschritte und eine laufende Überwachung sind jedoch zweifellos erforderlich.

3.3 DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB: ALLGEMEINE GRUNDSÄTZE

Die Aufgabe der Geldpolitik

Unter Berücksichtigung der Kenntnisse über den Transmissionsprozess kann die Herausforderung, der sich die EZB gegenüber sieht, wie folgt dargestellt werden: Der EZB-Rat muss die Bedingungen am Geldmarkt und damit das Niveau der kurzfristigen Zinssätze beeinflussen, um sicherzustellen, dass die Preisstabilität mittelfristig gewährleistet ist. Dabei ist die Zentralbank fortwährend mit einem hohen Grad an Unsicherheit konfrontiert. Dies gilt sowohl bezüglich der Art der wirtschaftlichen Schocks als auch in Bezug auf das Bestehen von und die Stärke der Beziehungen zwischen makroökonomischen Variablen. Vor diesem Hintergrund ist es möglich, einige wichtige Merkmale einer erfolgreichen Geldpolitik zu bestimmen.

Die Geldpolitik sollte die Inflationserwartungen fest verankern, ...

Zum einen wird die Geldpolitik, wie in Abschnitt 3.2 dargelegt, erheblich effektiver sein, wenn sie die Inflationserwartungen fest verankert. Dazu sollte die Zentralbank ihr Ziel spezifizieren, ein einheitliches und systematisches Verfahren für die Durchführung der Geldpolitik entwickeln, dieses durchgängig anwenden und eine klare und offene Kommunikation betreiben. Dies ist der Schlüssel zur Erreichung eines hohen Grades an Glaubwürdigkeit, der eine Grundvoraussetzung für die Beeinflussung der Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer ist.

... zukunftsgerichtet sein, ...

Zum anderen schlagen geldpolitische Maßnahmen von heute aufgrund der Wirkungsverzögerungen im Transmissionsprozess erst Quartale oder Jahre später auf das Preisniveau durch. Das bedeutet, dass die Zentralbanken

heute den geldpolitischen Kurs bestimmen müssen, der Preisstabilität in der Zukunft gewährleistet, wenn der Transmissionsprozess durchlaufen ist. In diesem Sinne muss Geldpolitik vorausschauend sein.

Da es der Geldpolitik aufgrund der Wirkungsverzögerungen des Transmissionsprozesses nicht möglich ist, unerwartete Preisschocks kurzfristig auszugleichen (zum Beispiel solche, die durch Änderungen der internationalen Rohstoffpreise ausgelöst werden), ist eine gewisse kurzfristige Volatilität der Teuerungsraten unvermeidbar. Zusätzlich herrscht aufgrund der Komplexität des Transmissionsprozesses stets große Unsicherheit hinsichtlich der Wirkung geldpolitischer Impulse. Aus diesen Gründen sollte die Geldpolitik mittelfristig ausgerichtet sein, um übertriebenem Aktivismus und unnötiger Volatilität in der Realwirtschaft vorzubeugen.

Schließlich sieht sich die EZB wie jede andere Zentralbank mit einer erheblichen Unsicherheit unter anderem hinsichtlich der Zuverlässigkeit von Wirtschaftsindikatoren, der wirtschaftlichen Struktur und des geldpolitischen Transmissionsmechanismus konfrontiert. Eine erfolgreiche Geldpolitik muss daher breit fundiert sein und alle maßgeblichen Informationen berücksichtigen, um die Determinanten der Wirtschaftsentwicklung zu erkennen, und kann sich nicht auf nur ein einziges Wirtschaftsmodell stützen.

Die EZB hat eine geldpolitische Strategie beschlossen und bekannt gegeben, um auf einen einheitlichen und systematischen Ansatz für geldpolitische Beschlüsse zurückgreifen zu können. Diese geldpolitische Strategie

... mittelfristig ausgerichtet ...

... und breit fundiert sein

Rolle der Strategie: umfassender Handlungsrahmen für geldpolitische Beschlüsse

folgt den oben genannten Grundprinzipien, um den Herausforderungen gerecht zu werden, denen sich die Zentralbank gegenüber sieht. Die geldpolitische Strategie soll einen umfassenden Handlungsrahmen vorgeben, innerhalb dessen das angemessene Niveau der Kurzfristzinsen bestimmt werden kann.

Die wichtigsten Elemente der geldpolitischen Strategie der EZB

Kernpunkt der geldpolitischen Strategie der EZB ist eine quantitative Definition von Preisstabilität. Darüber hinaus gibt die Strategie einen Rahmen vor, der sicherstellt, dass der EZB-Rat alle relevanten Informationen und Analysen prüft, die er für vorausschauende geldpolitische Beschlüsse benötigt, die die Gewährleistung von Preisstabilität sicherstellen. Zudem liefert sie einen Rahmen, der es ermöglicht, der Öffentlichkeit geldpolitische Entscheidungen auf klare und transparente Weise zu erläutern. In den folgenden Abschnitten dieses Kapitels wird näher auf diese Elemente eingegangen.

3.4 DIE QUANTITATIVE DEFINITION VON PREISSTABILITÄT DER EZB

Die quantitative Definition der EZB von Preisstabilität

Zwar gibt der EG-Vertrag die Gewährleistung der Preisstabilität eindeutig als das vorrangige Ziel des Eurosystems vor, doch enthält er keine genaue Definition davon, was unter Preisstabilität zu verstehen ist. Um dieses Ziel genauer zu bestimmen, gab der EZB-Rat 1998 die folgende quantitative Definition bekannt: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden.“ Nach einer gründlichen Überprüfung seiner geldpolitischen Strategie im Jahr 2003

stellte der EZB-Rat zudem klar, dass er im Rahmen der Definition darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe der 2%-Marke beizubehalten.

Zur öffentlichen Bekanntgabe einer quantitativen Definition von Preisstabilität entschloss sich der EZB-Rat aus mehreren Gründen. Zum einen trägt die Klarstellung der vom EZB-Rat gewählten Interpretation des ihm durch den EG-Vertrag vorgegebenen Ziels zum besseren Verständnis des geldpolitischen Handlungsrahmens bei, das heißt, die Geldpolitik wird transparenter. Zum anderen liefert die Definition von Preisstabilität einen klaren objektiv nachprüfbaren Maßstab, an dem die Öffentlichkeit die EZB messen kann. Von der Definition der Preisstabilität abweichende Preisentwicklungen können erkannt werden, und die EZB muss solche Abweichungen gegebenenfalls erklären und darlegen, wie sie die Preisstabilität innerhalb eines vertretbaren Zeitraums wiederherstellen wird. Schließlich dient die Definition der Öffentlichkeit auch als Orientierungshilfe bei der Bildung von Erwartungen hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung. Durch die Klarstellung des EZB-Rats, dass er im Rahmen der Definition eine Inflationsrate von annähernd 2 % anstrebt, wurden all diese positiven Aspekte der Definition sogar noch verstärkt.

Diese verankert die Inflationserwartungen und trägt zu Transparenz und Rechenschaftspflicht der EZB bei

Die Definition von Preisstabilität verdeutlicht, dass sich das Mandat des Eurosystems auf das gesamte Euro-Währungsgebiet erstreckt. Dementsprechend wird die Preisstabilität auf Basis der Preisentwicklung im gesamten Euroraum beurteilt, was darauf hinweist, dass die Entscheidungen über die einheitliche Geldpolitik dar-

Ausrichtung auf das gesamte Euro-Währungsgebiet

auf abzielen, Preisstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten. Diese Ausrichtung auf das gesamte Euro-Währungsgebiet ist die natürliche Konsequenz aus der Tatsache, dass Geldpolitik innerhalb einer Währungsunion nur das durchschnittliche Niveau der Geldmarktzinsen im Währungsraum insgesamt steuern kann, d. h. sie muss sich eines im gesamten Währungsgebiet einheitlichen Instruments bedienen.

Der HVPI Die Definition legt sich außerdem auf einen bestimmten Preisindex fest, nämlich den HVPI für das Euro-Währungsgebiet, mit dessen Hilfe überprüft werden soll, ob Preisstabilität erreicht ist. Dieser Index ist in den Ländern des Euro-Währungsgebiets harmonisiert worden. Der HVPI ist der Index, der die im Zeitverlauf zu beobachtenden Veränderungen des Preises eines repräsentativen Korbs von Konsumgütern und Dienstleistungen am besten abbildet (siehe Kasten 3.2). Die Verwendung eines harmonisierten Index macht die Verpflichtung der EZB zu einem umfassenden, effektiven Schutz vor Kaufkraftverlusten transparent.

Gründe für eine angestrebte Teuerungsrate von unter, aber nahe 2 %: ...

Durch die Formulierung „Anstieg des HVPI von unter 2 %“ stellt die Definition klar, dass nicht nur eine Inflation von über 2 %, sondern auch Deflation (d. h. ein rückläufiges Preisniveau) mit Preisstabilität unvereinbar ist. In diesem Zusammenhang signalisiert der ausdrückliche Hinweis der EZB, dass sie eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 % anstrebt – also nahe der Obergrenze der Definition – ihre Verpflichtung, zur Vermeidung von Deflationsrisiken für eine ausreichende Sicherheitsmarge zu sorgen.

Deflation verursacht zwar ähnliche wirtschaftliche Kosten wie Inflation (siehe Abschnitt 3.1), doch ist es auch deshalb wichtig, Deflation zu vermeiden, weil sie sich aufgrund der Tatsache, dass nominale Zinssätze nicht unter null fallen können, verfestigen kann, wenn sie erst einmal aufgetreten ist. In einem deflatorischen Umfeld ist die Geldpolitik somit möglicherweise nicht in der Lage, die Gesamtnachfrage mithilfe ihres Zinsinstruments ausreichend zu stimulieren. Jeder Versuch, die nominalen Zinssätze auf ein Niveau unter null zu drücken, würde fehlschlagen, da die Öffentlichkeit es vorziehen würde, Bargeld zu halten, anstatt zu einem negativen Satz Geld zu verleihen oder Einlagen zu halten. Zwar können selbst bei nominalen Zinssätzen von null verschiedene geldpolitische Maßnahmen ergriffen werden, doch ist die Wirksamkeit dieser Alternativen ungewiss. Aus diesem Grund ist die Deflationsbekämpfung für die Geldpolitik schwieriger als die Bekämpfung von Inflation.

Durch die Festlegung der Obergrenze für die Inflation auf einen Wert deutlich über null und eine angestrebte Inflation von unter, aber nahe 2 % berücksichtigt die EZB auch, dass die am HVPI gemessene Teuerung die tatsächliche Inflation aufgrund eines geringen, aber positiven Messfehlers bei der Ermittlung von Preisniveauveränderungen mithilfe des HVPI leicht überzeichnen kann. Für das Auftreten von Messfehlern bei Verbraucherpreisindizes gibt es verschiedene Gründe. Zu diesen Fehlern kann es kommen, wenn die Preise nicht angemessen um Qualitätsänderungen bereinigt werden oder wenn einige einschlägige Transaktionen in dem bei der Erstellung des Index verwendeten Korb systematisch nicht erfasst sind.

... Deflationskosten, ...

... Berücksichtigung eines möglichen Messfehlers ...

Kasten 3.2 Konstruktion und Merkmale des HVPI

Der EZB-Rat hat Preisstabilität anhand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet definiert. Die konzeptionellen Arbeiten zur Erstellung dieses Index werden von der Europäischen Kommission (Eurostat) in enger Zusammenarbeit mit den nationalen Statistikämtern durchgeführt. Als wichtige Nutzer sind die EZB und zuvor das Europäische Währungsinstitut (EWI) stark in diese Arbeiten einbezogen.

Die von Eurostat veröffentlichten HVPI-Daten stehen seit Januar 1995 zur Verfügung. Weiter zurückliegende Schätzwerte, die nicht vollständig mit den ab 1995 ermittelten HVPI-Daten vergleichbar sind, liegen für den Gesamt-HVPI und seine Hauptkomponenten ab 1990 vor. Auf der Basis der für 2003 geltenden Gewichtung der Konsumausgaben sind Waren für 59,1 % des HVPI verantwortlich und Dienstleistungen für 40,9 % (siehe Tabelle 3.2). Die Aufschlüsselung des Gesamt-HVPI in einzelne Komponenten dient vor allem dazu, die unterschiedlichen wirtschaftlichen Faktoren, die sich auf die Entwicklung der Verbraucherpreise auswirken, herauszuarbeiten. So steht beispielsweise die Entwicklung der Energiepreiskomponente in enger Beziehung zur Ölpreisentwicklung. Die Nahrungsmittelpreise sind unterteilt in Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und unverarbeitete Nahrungsmittel, da Letztere durch Faktoren wie Witterungsverhältnisse und saisonale Verlaufsmuster beeinflusst werden, die geringere Auswirkungen auf die Preise verarbeiteter Nahrungsmittel haben. Die Dienstleistungspreise werden in fünf Komponenten aufgeschlüsselt, die aufgrund unterschiedlicher Marktbedingungen üblicherweise jeweils unterschiedliche Entwicklungen aufweisen.

Die in den verschiedenen Ländern für den HVPI eingeführten Harmonisierungsmaßnahmen beruhen auf mehreren Verordnungen und Richtlinien der EG, die mit den Mitgliedstaaten vereinbart wurden. Dabei handelt es sich u. a. um den Erfassungsbereich der Konsumausgaben, erste Vorgaben für die Verfahren der Qualitätsbereinigung, die Behandlung neuer Waren und Dienstleistungen und die Überprüfung der Gewichte.

Tabelle 3.2 Für das Jahr 2003 geltende Gewichte der Hauptkomponenten des HVPI im Euro-Währungsgebiet

Gesamtindex	100,0
Warenpreise	59,1
Unverarbeitete Nahrungsmittel	7,6
Verarbeitete Nahrungsmittel	11,7
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	31,6
Energie	8,2
Dienstleistungen	40,9
Wohnungsmieten	10,4
Verkehr	6,3
Nachrichtenübermittlung	2,9
Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	14,9
Sonstige Dienstleistungen	6,4

Quelle: Eurostat.

„Erste Vorgaben“ bezieht sich auf die Tatsache, dass eine weiter gehende Harmonisierung in mehreren Bereichen vorgesehen ist. Darüber hinaus wurde eine detaillierte, harmonisierte Systematik für die Teilindizes vereinbart, die die länderübergreifende Vergleichbarkeit der Preisentwicklung in einzelnen Untergruppen des privaten Verbrauchs gewährleistet. Infolge der Harmonisierung und statistischer Verbesserungen, mit denen eine größere Exaktheit, Verlässlichkeit und Zeitnähe erreicht werden sollten, wurde der HVPI zu einem qualitativ hochwertigen Preisindex von internationalem Standard und einem länderübergreifend weitgehend vergleichbaren Indikator. Im Hinblick auf die Vorgaben für die Qualitätsbereinigung und die Stichprobenerhebung sowie die Behandlung der Kosten für selbstgenutztes Wohneigentum sind weitere Verbesserungen geplant.

In der Vergangenheit hat eine Reihe volkswirtschaftlicher Studien gezeigt, dass bei nationalen Verbraucherpreisindizes ein geringer, aber positiver Messfehler auftritt, sodass eine gemessene Inflationsrate von null (zum Beispiel aufgrund einer Qualitätsverbesserung der Waren) auf einen eigentlich leichten Rückgang des tatsächlichen Preisniveaus hinweisen könnte. Mit Blick auf das Euro-Währungsgebiet gibt es bisher nur vereinzelte Hinweise auf einen Messfehler im HVPI, was auf die erst kurze Existenz dieses Index zurückzuführen ist. Einige Untersuchungen deuten jedoch darauf hin, dass das Ausmaß des Messfehlers begrenzt sein dürfte, wengleich diese Schätzungen immer noch mit einem sehr hohen Grad an Unsicherheit behaftet sind. Darüber hinaus dürften sich vorhandene Messfehler angesichts der fortlaufenden Verbesserungen der Eigenschaften des HVPI durch Eurostat (das innerhalb der Europäischen Kommission für diesen Bereich auf Gemeinschaftsebene zuständige Statistikamt) künftig weiter verkleinern.

... und die
Auswirkungen
von Inflations-
unterschieden
im Euroraum

Die konkrete Zielsetzung für die Geldpolitik innerhalb einer Währungsunion berücksichtigt auch die Inflationsdifferenzen zwischen den einzelnen Regionen der Union, um zu vermei-

den, dass in einigen Regionen strukturell bedingt extrem niedrige oder negative Inflationsraten auftreten. Grundsätzlich sind Inflationsunterschiede zwischen Regionen ein normales Merkmal jeder Währungsunion. Sie sind integraler Bestandteil des Anpassungsmechanismus aufgrund der unterschiedlichen Konjunkturerwicklung in den einzelnen regionalen Volkswirtschaften. Die Geldpolitik kann nur das Preisniveau im Euro-Währungsgebiet insgesamt und nicht das Inflationsgefälle zwischen Regionen oder Städten beeinflussen.

Inflationsunterschiede können sich aufgrund von vorübergehenden Faktoren ergeben und folglich zeitlich begrenzt sein. Solche Unterschiede sind wirtschaftlich gesehen weitgehend unbedenklich. Ist jedoch die reale Konvergenz der Regionen in einer Währungsunion unvollständig, können strukturelle Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Regionen entstehen. In einem Währungsgebiet kann es zum Beispiel zunächst zu Unterschieden zwischen den anfänglichen Einkommensniveaus und zu einem fortlaufenden Aufholprozess im Hinblick auf die Lebensstandards kommen. Wenn es im Euroraum ein strukturelles Inflationsgefälle gibt, könnte dies möglicherweise in Län-

dern oder Regionen mit unterdurchschnittlicher Inflation zu wirtschaftlichen Problemen führen, vor allem wenn diese Länder strukturell negative Inflationsraten aufweisen. (Derartige Probleme können beispielsweise auftreten, wenn in Volkswirtschaften nominale Rigiditäten nach unten bestehen (d. h. wenn Lohn- und Preissenkungen schwierig oder unmöglich sind) und dadurch die notwendige Anpassung der relativen Preise verhindert

und somit eine effiziente Allokation der Ressourcen erschwert wird.)

Angesichts solcher unvermeidbaren Inflationsunterschiede wird gefordert, die Geldpolitik der EZB solle mittelfristig für das gesamte Währungsgebiet eine Inflationsrate anstreben, die hoch genug ist, um zu verhindern, dass Regionen mit strukturell niedrigeren Preissteigerungsraten die Kosten etwaiger nominaler Rigiditäten

Kasten 3.3 Die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik der EZB

Volkswirtschaften sind ständig weitgehend unvorhersehbaren Schocks ausgesetzt, die sich auch auf die Preisentwicklung auswirken. Gleichzeitig kann die Geldpolitik die Preisentwicklung nur mit erheblichen Zeitverzögerungen beeinflussen, die variabel und – wie die meisten gesamtwirtschaftlichen Beziehungen – äußerst ungewiss sind. Daher ist es für Zentralbanken nicht möglich, die Inflationsrate immer auf einem bestimmten Zielwert zu halten oder sie innerhalb eines sehr kurzen Zeitraums auf ein gewünschtes Niveau zurückzuführen. Vielmehr muss die Geldpolitik vorausschauend handeln und kann Preisstabilität nur über längere Zeiträume gewährleisten. Dies ist der zentrale Punkt der mittelfristigen Ausrichtung der EZB.

Das Konzept der mittelfristigen Ausrichtung beinhaltet absichtlich eine gewisse Flexibilität in Bezug auf den genauen zeitlichen Rahmen. Darin spiegelt sich die Tatsache wider, dass es nicht ratsam ist, im Voraus einen genauen Zeithorizont für die Durchführung der Geldpolitik festzulegen, da sich der Transmissionsmechanismus über einen variablen, ungewissen Zeitraum erstreckt. Zudem hängt die optimale geldpolitische Reaktion zur Gewährleistung von Preisstabilität immer vom spezifischen Charakter und vom Ausmaß der gesamtwirtschaftlichen Schocks ab. Bei zahlreichen Schocks (z. B. Nachfrageschocks, bei denen sich Produktion und Preise in dieselbe Richtung bewegen) ist häufig eine prompte Reaktion der Geldpolitik angebracht. Sie gewährleistet nicht nur Preisstabilität, sondern trägt auch zur Stabilisierung der Volkswirtschaft bei. Allerdings gibt es auch andere Arten von gesamtwirtschaftlichen Schocks (z. B. so genannte „cost-push“-Schocks wie Ölpreiserhöhungen), die zu einer gegenläufigen Entwicklung von Produktion und Preisen führen. Eine übermäßig aggressive geldpolitische Reaktion zur Wiederherstellung von Preisstabilität innerhalb sehr kurzer Zeit kann unter diesen Umständen das Risiko erheblicher Kosten aufgrund von Produktions- und Beschäftigungsschwankungen mit sich bringen, was längerfristig auch die Preisentwicklung beeinträchtigen könnte. Nach gängiger Auffassung können in diesen Fällen durch eine abgestufte Reaktion der Geldpolitik sowohl unnötig hohe Schwankungen in der Realwirtschaft vermieden als auch Preisstabilität auf längere Sicht gewährleistet werden. Durch ihre mittelfristige Ausrichtung ist die EZB somit auch flexibel genug, um in geeigneter Weise auf die verschiedenen gesamtwirtschaftlichen Schocks, die eintreten können, reagieren zu können.

nach unten zu tragen haben oder in eine Phase anhaltender Deflation eintreten müssen. Allen verfügbaren Studien zufolge schafft eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 % für den Euroraum auch in dieser Hinsicht eine ausreichende Sicherheitsmarge.

Die mittel- fristige Ausrichtung

Ein grundlegender Aspekt der Geldpolitik der EZB besteht schließlich im Streben nach Preisstabilität „auf mittlere Sicht“. Wie bereits dargelegt, spiegelt sich darin die allgemein geteilte Auffassung wider, dass die Geldpolitik die Preis- oder Inflationsentwicklung nicht kurzfristig innerhalb von nur wenigen Wochen oder Monaten feinsteuern kann und es folglich auch nicht versuchen sollte. Geldpolitische Impulse werden mit zeitlicher Verzögerung auf die Preisebene übertragen, wobei das Ausmaß der tatsächlichen Wirkung nicht genau vorhersagbar ist (siehe Abschnitt 3.2). Daraus ergibt sich, dass die Geldpolitik nicht allen unerwarteten Störungen des Preisniveaus entgegenwirken kann. Ein gewisses Maß an kurzfristiger Volatilität der Preisentwicklung ist daher unvermeidbar. Wie in Kasten 3.3 erläutert, ermöglicht es die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik auch, Bedenken hinsichtlich möglicher Produktionsschwankungen Rechnung zu tragen, ohne die Erreichung des vorrangigen Ziels zu beeinträchtigen.

3.5 DIE ANALYSE DER RISIKEN FÜR DIE PREISSTABILITÄT IM RAHMEN DER GELDPOLITISCHEN STRATEGIE DER EZB

Um ihrem Ziel, der Gewährleistung von Preisstabilität, bestmöglich zu dienen, muss die EZB, wie jede andere Zentralbank auch, die wirtschaftlichen Entwicklungen gründlich analysieren.

Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB

Der Ansatz der EZB zur Aufbereitung, Bewertung und Gegenprüfung der Informationen, die für die Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität von Bedeutung sind, beruht auf zwei analytischen Perspektiven, den so genannten zwei „Säulen“. Dieser Ansatz wurde vom EZB-Rat im Mai 2003 bestätigt und weiter gehend erläutert.

Die Strategie der EZB sieht vor, dass geldpolitische Entscheidungen auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität getroffen werden. Diese Analyse wird unter Zugrundelegung von zwei einander ergänzenden Ansätzen zur Bestimmung der Preisentwicklung erstellt. Die erste Perspektive ist auf die Beurteilung der kurz- bis mittelfristigen Bestimmungsfaktoren der Preisentwicklung – mit Schwerpunkt auf realwirtschaftlicher Entwicklung und Finanzierungsbedingungen der Wirtschaft – ausgerichtet. Sie trägt der Tatsache Rechnung, dass die Preisentwicklung über diese Zeithorizonte hinweg weitgehend vom Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten beeinflusst wird. Die EZB nennt sie die „wirtschaftliche Analyse“. Die zweite, als „monetäre Analyse“ bezeichnete Perspektive konzentriert sich auf einen längeren Horizont und nutzt den langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen. Die monetäre Analyse dient hauptsächlich als Mittel zur Überprüfung – aus mittlerer bis langer Perspektive – der aus der wirtschaftlichen Analyse abgeleiteten kurz- bis mittelfristigen Hinweise für die Geldpolitik.

Das Zwei-Säulen-Konzept ist ein Instrument zur Aufbereitung volkswirtschaftlicher Daten ...

... auf der Basis von zwei analytischen Perspektiven, ...

...um zu gewährleisten, dass keine wichtigen Informationen verloren gehen

Der Zwei-Säulen-Ansatz soll sicherstellen, dass bei der Bewertung der Preisrisiken keine relevanten Informationen verloren gehen und dass die unterschiedlichen Sichtweisen sowie die Gegenprüfung von Informationen angemessen berücksichtigt werden, um zu einer Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität zu gelangen. Er repräsentiert und vermittelt der Öffentlichkeit das Konzept einer vielfältigen Analyse und gewährleistet eine solide Entscheidungsfindung auf der Basis verschiedener analytischer Perspektiven (eine Erörterung alternativer Strategien findet sich in Kasten 3.4).

Wirtschaftliche Analyse

Die wirtschaftliche Analyse konzentriert sich vor allem auf die Beurteilung der aktuellen konjunkturellen und finanziellen Entwicklung sowie der impliziten kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität. Zu den ökonomischen und finanziellen Variablen, die dieser Analyse zugrunde liegen, gehören die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und ihre Komponenten, die Finanzpolitik, Kapitalmarkt- und Arbeitsmarktbedingungen, eine breite Palette von Preis- und Kostenindikatoren, die Entwicklung des Wechselkurses, der

Die Analyse der kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität...

Kasten 3.4 Alternative geldpolitische Strategien

Von anderen Zentralbanken werden bzw. wurden eine Reihe andersartiger geldpolitischer Strategien verfolgt. Einige davon wurden vom EWI und von der EZB in Betracht gezogen, bevor die Entscheidung zugunsten der stabilitätsorientierten Zwei-Säulen-Strategie getroffen wurde.

Eine dieser Strategien ist die Geldmengensteuerung. In der Praxis bedeutet dies, dass eine Zentralbank die Schlüsselzinssätze verändert, um das Geldmengenwachstum auf eine bestimmte vorher bekannt gegebene Rate zu beschleunigen oder zu verlangsamen. Dieses Geldmengenziel wird so abgeleitet, dass es im Einklang mit Preisstabilität steht. Eine derartige Strategie basiert auf zwei Voraussetzungen: Erstens muss auf mittlere Sicht ein stabiler Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau (z. B. in Form einer Geldnachfragegleichung) bestehen. Wenn dies der Fall ist, kann ein stabilitätsgerechter Pfad für die Geldmenge abgeleitet werden. Zweitens muss die Geldmenge durch die Geldpolitik auch über relativ kurze Zeiträume steuerbar sein. Insgesamt gesehen stellen diese beiden Bedingungen sicher, dass die Zentralbank Veränderungen der Schlüsselzinsen dazu nutzen kann, die Geldmenge entlang dem vorgesehenen Pfad zu steuern und somit – wegen der Stabilität des Geldmengen-Preis-Zusammenhangs – indirekt Preisstabilität zu gewährleisten.

Die Erfahrung der Zentralbanken mit diesem Ansatz beeinflusste zwar die Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie der EZB, der EZB-Rat entschied sich jedoch gegen eine reine Geldmengensteuerung. Diese Entscheidung trug der Tatsache Rechnung, dass neben der Geldmenge noch andere gesamtwirtschaftliche Variablen Informationen enthalten, die für am Ziel der Preisstabilität ausgerichtete geldpolitische Entscheidungen von Bedeutung sind. Außerdem bestanden gewisse Unsicherheiten hinsichtlich der empirischen Eigenschaften der Geldmenge im Euro-Währungsgebiet, die in den institutionellen und verhaltensmäßigen Veränderungen infolge des Eintritts in die Währungsunion sowie – ganz allgemein – in der Möglichkeit begründet liegen, dass Sonder-

faktoren die Geldmengenentwicklung zeitweise verzerren könnten. Es ist daher nicht ratsam, sich ausschließlich auf die monetäre Analyse zu stützen.

Eine andere Strategie ist die direkte Inflationssteuerung. Statt der Ausrichtung geldpolitischer Entscheidungen an der Geldmenge konzentriert sich dieser Ansatz auf die Inflationsentwicklung an sich in Relation zu einem veröffentlichten Inflationsziel. Zentralbanken, die diesen Ansatz verfolgen, teilen geldpolitische Entscheidungen üblicherweise als eine mehr oder weniger mechanistische Reaktion auf Abweichungen eines Prognosewerts für einen bestimmten Indikator der Preisentwicklung von einem für einen bestimmten Zeitraum festgelegten Inflationsziel mit. Die Inflationsprognose der Zentralbank steht daher im Mittelpunkt der geldpolitischen Analyse und Diskussion, und zwar sowohl innerhalb der Zentralbank als auch in der öffentlichen Darstellung.

Zwar bestehen viele Gemeinsamkeiten zwischen der Strategie der EZB und den Strategien anderer Zentralbanken, die eine Inflationssteuerung anwenden, doch hat sich die EZB aus zahlreichen Gründen gegen eine Strategie der direkten Inflationssteuerung im oben genannten Sinne entschieden. Erstens liefert die ausschließliche Konzentration auf einen Prognosewert für die Inflation keine umfassende und verlässliche Grundlage, um die Art der Risiken für die Preisstabilität feststellen zu können. Eine angemessene geldpolitische Reaktion hängt in der Regel von der Ursache der Risiken für die Preisstabilität ab. Dies erfordert zumindest eine tiefer gehende Analyse der zugrunde liegenden Wirtschaftslage und des wirtschaftlichen Verhaltens, als dies bei einer ausschließlichen Inflationsprognose der Fall ist. Zweitens sind bei einer reinen Strategie direkter Inflationsziele verschiedene Aspekte, wie beispielsweise der festgelegte Prognosezeitraum (z. B. zwei Jahre), der sich auf geldpolitische Entscheidungen auswirkt, etwas willkürlich und in vielen Konstellationen offensichtlich nicht optimal (so sind beispielsweise Faktoren, die die Inflation über den gewählten Prognosezeitraum hinaus beeinflussen können, wie etwa bestehende finanzielle Ungleichgewichte und Fehlentwicklungen der Vermögenspreise, gegebenenfalls bei aktuellen geldpolitischen Entscheidungen zu berücksichtigen). Drittens sind die in Geldmengenaggregaten enthaltenen Informationen nur schwerlich in die Inflationsprognosen zu integrieren, die auf herkömmlichen gesamtwirtschaftlichen Modellen basieren. Schließlich hält es die EZB für unklug, sich angesichts der mit der wirtschaftlichen Struktur des Euro-Währungsgebiets verbundenen erheblichen Unsicherheiten ausschließlich auf einen einzigen Prognosewert zu stützen. Man zieht es vor, bei der Analyse der Wirtschaftsdaten einen diversifizierten Ansatz zu verwenden, der auf vielfältige Analysemethoden zurückgreift.

Die dritte Strategie ist die Wechselkurssteuerung: Sie wurde von mehreren europäischen Ländern im Vorfeld der Währungsunion im Rahmen des Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems verfolgt. Für kleine offene Volkswirtschaften, in denen die Produktion und der Konsum international gehandelter Güter einen Großteil der Volkswirtschaft ausmachen, können Wechselkursentwicklungen aufgrund ihrer Auswirkungen auf die Importpreise einen erheblichen Einfluss auf das Preisniveau ausüben. Eine Strategie der Wechselkurssteuerung wurde für das Euro-Währungsgebiet als unangemessen erachtet, weil das Eurogebiet eine große und relativ geschlossene Volkswirtschaft ist, in der sich die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung auf das Preisniveau eher in Grenzen halten.

Weltwirtschaft und der Zahlungsbilanz, die Finanzmärkte sowie die Bilanzpositionen von Wirtschaftssektoren des Euro-Währungsgebiets. Alle diese Faktoren sind hilfreich, um die Dynamik der realwirtschaftlichen Aktivität und die voraussichtliche Preisentwicklung über kürzere Zeithorizonte unter dem Gesichtspunkt des Zusammenspiels zwischen Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten zu bewerten.

Gefahr, dass eine anhaltende Spirale aus höheren Kosten, höheren Preisen und höheren Lohnforderungen entsteht. Um dies zu vermeiden, könnte eine entschlossene geldpolitische Reaktion, die die Verpflichtung der Zentralbank zur Gewährleistung von Preisstabilität bekräftigt und damit zur Stabilisierung der Inflationswartungen beiträgt, die angemessene Antwort sein.

Vor diesem Hintergrund überprüft die EZB regelmäßig die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion, der Nachfrage und der Arbeitsmarktbedingungen, eine breite Palette von Preis- und Kostenindikatoren, die Finanzpolitik sowie die Zahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet. Unter anderem sind diese Indikatoren hilfreich, um Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, des gesamtwirtschaftlichen Angebots und des Kapazitätsauslastungsgrades zu bewerten. Kasten 3.5 erläutert einige der von der EZB analysierten Indikatoren der wirtschaftlichen Entwicklung und unterstreicht, wie wichtig die Verfügbarkeit von qualitativ hochwertigen statistischen Daten ist.

Darüber hinaus wird auch die Entwicklung von Finanzmarktindikatoren und der Preise für Vermögenswerte – nicht zuletzt angesichts ihres potenziellen Einflusses auf die Preisentwicklung – genau beobachtet (siehe Abschnitt 3.2). Zudem können anhand der Preise für Vermögenswerte und der Anlagerenditen Erkenntnisse über die Erwartungen an den Finanzmärkten, einschließlich der erwarteten künftigen Preisentwicklung, gewonnen werden. Beim Kauf und Verkauf von Anleihen drücken die Finanzmarktteilnehmer beispielsweise implizit ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen

Analyse von realwirtschaftlichen Indikatoren

Analyse von Finanzmarktentwicklungen

... trägt dazu bei, die Art von Schocks zu erkennen

Diese Analyse trägt der Notwendigkeit Rechnung, das Wesen von Schocks, die die Wirtschaft treffen, ihren Einfluss auf die Kostenentwicklung und Preisgestaltung sowie die kurz- bis mittelfristigen Aussichten für die Ausbreitung solcher Schocks in der Volkswirtschaft zu erkennen. Um angemessene Entscheidungen zu treffen, muss der EZB-Rat über ein umfassendes Verständnis der aktuellen Wirtschaftslage verfügen und den spezifischen Charakter und das Ausmaß all der auftretenden ökonomischen Störungen kennen, die die Preisstabilität gefährden. So kann sich zum Beispiel die angemessene geldpolitische Reaktion auf die inflationären Folgen eines vorübergehenden Anstiegs der internationalen Ölpreise von der angemessenen Reaktion auf höhere Verbraucherpreise unterscheiden, die aufgrund von nicht mit dem Produktivitätszuwachs zu vereinbarenden Lohnerhöhungen entstehen. Im ersten Fall kommt es zu einem vorübergehenden kurzzeitigen Anstieg der Inflation, der sich schon bald wieder zurückbildet. Sofern dieser Schock nicht zu höheren Inflationserwartungen führt, dürfte er für die Preisstabilität auf mittlere Sicht keine große Gefahr darstellen. Bei übermäßigen Lohnerhöhungen besteht jedoch die

gen Entwicklung der Realzinsen und der Inflation aus. Unter Verwendung verschiedenster Methoden kann eine Zentralbank die Finanzmarktpreise analysieren, um daraus die impliziten Erwartungen des Marktes hinsichtlich der zukünftigen Entwicklungen herauszufiltern.

Die Märkte für Vermögenswerte – und somit auch die Vermögenspreise – sind naturgemäß zukunftsgerichtet. Veränderungen der Preise für Vermögenswerte sind daher weitgehend auf „Nachrichten“ – d. h. auf Informationen über Entwicklungen, die von den

Märkten für Vermögenswerte nicht erwartet wurden – zurückzuführen. In diesem Sinne dürfte die Beobachtung der Vermögenspreise dabei helfen, Schocks zu identifizieren, denen die Wirtschaft jeweils ausgesetzt ist. Darunter sind auch Schocks für die Erwartungen der künftigen konjunkturellen Entwicklung. Bei der Analyse der Finanzmärkte werden aus verschiedenen Quellen stammende statistische Angaben zu den Preisen von Finanzwerten bewertet. Darüber hinaus werden bestimmte statistische Daten von der EZB selbst erhoben (siehe Kasten 3.5).

Kasten 3.5 Statistiken im Zusammenhang mit den wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Wie in Kapitel 3 dargelegt, ist die Wirkungskette, durch die geldpolitische Entscheidungen und Preisniveau miteinander verbunden sind, komplex und mit zeitlichen Verzögerungen behaftet, die erheblich sein können. Daher gilt es, ein breites Spektrum an Indikatoren zu beobachten, um die Aussichten für die Preisstabilität beurteilen zu können.

Erstens können mit Blick auf die Preis- und Kostenentwicklung neben dem HVPI und seinen Komponenten Angaben zur Preisentwicklung in der Industrie, gemessen an den Erzeugerpreisen, eine wichtige Rolle dabei spielen, künftige Änderungen der Verbraucherpreise anzuzeigen, denn in der Regel schlagen Veränderungen der Produktionskosten auf die Verbraucherpreise durch. Die Arbeitskosten, die ein wichtiger Bestandteil der gesamten Produktionskosten sind, üben einen beträchtlichen Einfluss auf die Preisbildung aus. Außerdem geben Arbeitskostenstatistiken Auskunft über die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft im Eurogebiet.

Zweitens geben Indikatoren der Produktion und Nachfrage (Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Konjunkturstatistiken zur Lage in der Industrie und im Dienstleistungssektor, Auftragseingang und qualitative Erhebungsdaten) Aufschluss über die Position der Wirtschaft im Konjunkturzyklus, einem wichtigen Bestandteil der von der EZB erstellten Analyse der Aussichten für die Preisentwicklung. Zudem sind Arbeitsmarktdaten (zu Beschäftigung, Arbeitslosigkeit, offenen Stellen, Erwerbsbeteiligung) von entscheidender Bedeutung bei der Überwachung konjunktureller Entwicklungen und der Beurteilung struktureller Veränderungen in der Funktionsweise der Wirtschaft des Eurogebiets. Darüber hinaus entfällt ein erheblicher Teil der Wirtschaftsaktivität auf den Staatssektor, sodass Angaben sowohl zu den finanziellen als auch den nichtfinanziellen Konten des Staatssektors unbedingt erforderlich sind.

Drittens geben die Zahlungsbilanzstatistiken neben den Außenhandelstatistiken wichtige Hinweise auf Entwicklungstendenzen im Export- und Importgeschäft, die über ihre

Wirkung auf die Nachfragebedingungen den Preisauftrieb beeinflussen können. Diese Daten ermöglichen auch eine Beobachtung der Außenhandelspreise, für die man derzeit die Indizes der Aus- bzw. Einfuhrdurchschnittswerte als Ersatzindikatoren heranzieht. Diese Indizes tragen insbesondere zur Beurteilung der potenziellen Auswirkungen von Wechselkursbewegungen und Änderungen der Rohstoffpreise (wie z. B. der Ölpreise) auf die Importpreise bei. Obwohl es sich beim Euro-Währungsgebiet im Vergleich zu seinen einzelnen Mitgliedstaaten um eine relativ geschlossene Volkswirtschaft handelt, wirkt sich eine importierte Inflation durchaus auf die inländischen Erzeuger- und Verbraucherpreise aus.

Was die finanziellen Entwicklungen angeht, so liefert die Bilanzstatistik der Monetären Finanzinstitute (MFIs) Informationen, die man zur Ableitung der Geldmengenaggregate des Eurogebiets und deren Gegenposten heranziehen kann (siehe Kasten 2.3). Die Bilanzstatistik bildet auch die Grundlage für die Berechnung der von den MFIs bei den nationalen Zentralbanken des Eurogebiets zu haltenden Mindestreserven. Darüber hinaus erhebt die EZB Statistiken zu den Zinssätzen der MFIs für Einlagen und Kredite. Außerdem liefern die Angaben zur Finanzierungsrechnung ein Abbild der Finanztransaktionen und Bilanzen aller Wirtschaftssektoren, wie etwa der privaten Haushalte sowie der finanziellen und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Diese Statistiken geben Aufschluss über die Geldvermögensbildung und Finanzierung der verschiedenen Sektoren, über die Entwicklung von Vermögen und Verschuldung sowie die finanziellen Wirkungszusammenhänge zwischen den Sektoren.

Um genauere Erkenntnisse über die Entwicklung der Finanzierungsbedingungen zu gewinnen, hat die EZB eine Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet konzipiert. Mit diesen Umfrageergebnissen werden die bestehenden Statistiken über Zinssätze und Kredite im Kundengeschäft der Banken um Informationen zu den Angebots- und Nachfragebedingungen an den Kreditmärkten im Eurogebiet und zur Kreditvergabepolitik der Banken im Eurogebiet ergänzt. Schließlich veröffentlicht die EZB monatliche Statistiken über Schuldverschreibungen und börsennotierte Aktien sowie vierteljährliche Statistiken über Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet und die Finanzierung und Geldvermögensbildung von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen im Euro-Währungsgebiet. Zudem veröffentlicht sie Angaben zur Preisentwicklung an den Finanzmärkten. All diese Statistiken werden intensiv zur systematischen Analyse der Finanzmarktstrukturen und -dynamik, einschließlich der Erwartungen der Wirtschaftsakteure hinsichtlich der künftigen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen, genutzt.

Qualitativ hochwertige Statistiken sind unerlässlich, um ein zuverlässiges Bild von der Wirtschaft zu zeichnen. Politische Fehlentscheidungen aufgrund unvollständiger oder unzuverlässiger Statistiken können kostspielig im Sinne einer höheren Inflation oder höheren Volatilität der Wirtschaftsaktivität sein. Bei der Qualität der Statistiken sind zahlreiche Aspekte zu berücksichtigen, denen je nach Art der Statistik ein unterschiedlicher Stellenwert zukommt. Erstens sollten alle industriellen und institutionellen Sektoren der Wirtschaft erfasst werden. Neben den herkömmlichen statistischen Angaben zur Industrie und zum Handel werden Indikatoren für den immer bedeutender werdenden Dienstleistungssektor benötigt. Zweitens ist eine Harmonisierung der Konzepte und Methoden unentbehrlich, um sicherzustellen, dass jeder aus den nationalen

Datenreihen abgeleitete Indikator für das Eurogebiet zuverlässige Informationen für geldpolitische Entscheidungen liefert. Drittens sind die Aktualität der Daten sowie eine ausreichend hohe Periodizität der Erhebung für die Durchführung einer vorausschauenden Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Und viertens sind für ökonometrische Analysen, die zu einem besseren Verständnis der Wirtschaft des Eurogebiets verhelfen, ausreichend weit zurückreichende Daten unentbehrlich.

Die Bereitstellung von Statistiken für das Eurogebiet wird ständig weiterentwickelt und verbessert. Einheitliche methodische Standards wurden bereits für viele Bereiche der Statistik des Euro-Währungsgebiets festgelegt. In diesem Zusammenhang wurden zahlreiche Initiativen ergriffen. In den letzten Jahren wurden neue Indikatoren für das Eurogebiet in mehreren Statistikbereichen entwickelt, und es ist gelungen, die Aktualität und Vergleichbarkeit der Daten zu verbessern. So enthielt beispielsweise der Aktionsplan zu den statistischen Anforderungen der WWU vom September 2000, der von der Europäischen Kommission (Eurostat) in enger Zusammenarbeit mit der EZB erarbeitet wurde, eine detaillierte Aufstellung der vorrangig umzusetzenden Verbesserungen bei den Wirtschaftsstatistiken. Des Weiteren wurde eine Liste der für eine aktuelle Konjunkturanalyse als unentbehrlich erachteten Indikatoren für den Euroraum erstellt. Die als „Wichtige Europäische Wirtschaftsindikatoren“ (WEWI) bezeichnete Liste gibt auch ehrgeizige Ziele für eine zeitnahe Veröffentlichung der Aggregate des Eurogebiets vor, die bis zum Jahr 2005 zu verwirklichen sind.

Analyse von Wechselkursentwicklungen

Desgleichen wird die Wechselkursentwicklung hinsichtlich ihrer Bedeutung für die Preisstabilität genau beurteilt. Wie bereits in Abschnitt 3.2 erläutert, wirken sich Wechselkursbewegungen über ihren Einfluss auf die Importpreise unmittelbar auf die Preisentwicklung aus. Veränderungen des Wechselkurses können auch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der im Inland produzierten Waren auf den internationalen Märkten verändern und so die Nachfragebedingungen und möglicherweise die Preisperspektiven beeinflussen. Wenn solche Wechselkurseffekte die Erwartungen und das Verhalten der am Lohn- und Preisbildungsprozess Beteiligten verändern, könnte es zu Wechselkursbedingten Zweitrundeneffekten kommen.

Erstellung von Wirtschafts- und Finanzstatistiken für das Eurogebiet und der analytischen Aufbereitung dieser Angaben zu verdanken. Darüber hinaus ist eine Reihe analytischer und empirischer Modelle entwickelt worden, um vergangene und aktuelle Entwicklungen besser beurteilen und verstehen zu können, um zuverlässigere kurzfristige Prognosen zu erstellen und um die turnusmäßigen gesamtwirtschaftlichen Projektionen für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets zu untermauern. Durch die Beobachtung der eingehenden Daten und den Einsatz aller verfügbaren Analyseinstrumente kann eine umfassende Beurteilung der Wirtschaftslage und der Aussichten für das Eurogebiet durchgeführt und laufend aktualisiert werden.

Die wirtschaftliche Analyse wurde im Laufe der Zeit ausgeweitet

Die wirtschaftliche Analyse der EZB ist im Laufe der Zeit erheblich ausgeweitet und verbessert worden. In erster Linie ist dies dem Fortschritt bei der

In diesem Zusammenhang kommt den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen eine wichtige Rolle bei der

Gesamtwirtschaftliche Projektionen des Euro-Währungsgebiets...

wirtschaftlichen Analyse zu. Die unter der Verantwortung der Experten erstellten Projektionen tragen dazu bei, eine Fülle an wirtschaftlichen Informationen zu strukturieren und zusammenzufügen, und gewährleisten die Konsistenz der aus verschiedenen Quellen stammenden Wirtschaftsdaten. Deshalb spielen sie eine zentrale Rolle für die Präzisierung der Einschätzung bezüglich der Wirtschaftsaussichten und der kurz- bis mittelfristigen Schwankungen der Inflation um ihren Trend.

...auf der Grundlage von technischen Annahmen,...

Mit dem Begriff „Projektion“ soll verdeutlicht werden, dass die veröffentlichten Projektionen das Ergebnis eines Szenarios sind, das auf einer Reihe technischer Grundannahmen beruht (darunter der Annahme unveränderter Kurzfristzinsen). In vielen Zentralbanken werden auf diese Art und Weise Projektionen erstellt, um die geldpolitischen Entscheidungsträger bestmöglich darüber zu informieren, was geschehen könnte, wenn die Leitzinsen unverändert blieben.

Angesichts dessen sollte klar sein, dass die Projektion im Allgemeinen – vor allem auf etwas längere Sicht – nicht der beste Indikator für künftige Entwicklungen ist. Tatsächlich bildet sie ein Szenario ab, das in der Praxis aller Wahrscheinlichkeit nach nicht eintreten wird, da die Geldpolitik immer auf mögliche Gefahren für die Preisstabilität reagieren wird. Die von Experten des Eurosystems erstellten makroökonomischen Projektionen zur Inflation sollten daher keinesfalls so betrachtet werden, als würden sie die Verpflichtung des EZB-Rats in Frage stellen, Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Die an der Festlegung der Löhne und Preise Beteiligten (d. h. Staat, Unternehmen und

Privathaushalte) sollten daher die quantitative Definition von Preisstabilität der EZB, und insbesondere das Ziel, die Inflation unter, aber nahe der Marke von 2 % zu halten, als beste Vorhersage der mittel- und langfristigen Preisentwicklung betrachten.

Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems werden unter Verwendung einer Reihe von Methoden und Eingangsfaktoren erstellt. Für den Euroraum wie auch für die einzelnen Mitgliedstaaten stehen mehrere verschiedene makroökonomische Modelle zur Verfügung. Angesichts der Modellunsicherheit ist die Verwendung einer Vielzahl von Modellen, die unterschiedliche Auffassungen über die Wirtschaftsstruktur widerspiegeln und mittels verschiedener Methoden erstellt wurden, der Verwendung eines einzigen, allumfassenden Ansatzes vorzuziehen. Die anhand dieser Modelle erstellten Projektionen werden mit dem Fachwissen der Experten bei der EZB und den NZBen abgeglichen.

...Modellen und dem Fachwissen der Experten

Zwar spielen die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems eine nützliche Rolle, doch sind ihnen Grenzen gesetzt. Zum einen hängt die endgültige Projektion wesentlich von dem zugrunde gelegten konzeptionellen Ansatz und den verwendeten Techniken ab. Jeder Ansatz ist zwangsläufig eine vereinfachte Abbildung der Realität und berücksichtigt möglicherweise nicht immer die für die Geldpolitik relevanten Kernpunkte.

Dennoch sind Projektionen mit gewissen Einschränkungen behaftet,...

Zum anderen können gesamtwirtschaftliche Projektionen lediglich eine zusammenfassende Beschreibung der Volkswirtschaft geben und berücksichtigen daher nicht alle rele-

vanten Informationen. So lassen sich wichtige Informationen – wie beispielsweise die in den Geldmengenaggregaten enthaltenen Informationen – nur schwer in den zur Erstellung der Projektionen verwendeten Rahmen integrieren, oder aber die Informationen ändern sich, nachdem die Projektionen fertiggestellt wurden.

Darüber hinaus gehen in die Projektionen unweigerlich auch die Meinungen der Experten ein, und es mag gute Gründe geben, bestimmte Ansichten nicht zu teilen. Außerdem beruhen die Projektionen immer auf bestimmten Grundannahmen – etwa hinsichtlich der Ölpreis- oder Wechselkursentwicklung –, über die nicht unbedingt Einigkeit herrscht und die sich rasch ändern können, womit die Projektionen bereits wieder überholt wären.

Des Weiteren ist zu berücksichtigen, dass die Zuverlässigkeit der Prognosen mit zunehmender Länge des Prognosehorizonts tendenziell erheblich abnimmt. Gelegentlich, insbesondere bei bestehender Unsicherheit über die Dauerhaftigkeit von Vermögenspreisänderungen, kann es für eine Zentralbank ratsam sein, mit zinspolitischen Schritten auf solche Entwicklungen zu reagieren, die andernfalls die Preisstabilität in weit über die gängigen Prognosehorizonte hinausgehenden Zeiträumen beeinflussen würden.

Was schließlich die Annahmen betrifft, die den für die Prognosen verwendeten Modellen normalerweise zugrunde liegen, so ist eine Zentralbank gut beraten, wenn sie die Robustheit der aus unterschiedlichen Quellen stammenden Daten überprüft und vergleicht. Um die Wirtschaftslage und die Aussichten für die Preisstabilität in ihrer

...was die
Notwendigkeit
der Verwendung
unterschiedlicher
Quellen
und Verfahren
nahe legt

Gesamtheit bewerten zu können, ist der EZB-Rat auf Angaben angewiesen, die auf einer Vielzahl von auf verschiedenen Modellen basierenden Verfahren und Simulationsrechnungen beruhen, und muss sich sein eigenes Urteil bilden, insbesondere im Hinblick auf die Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmter hypothetischer Szenarios. Daher muss die Verwendung von Projektionen immer mit einer klaren und breit fundierten Analyse der jeweils wirkenden wirtschaftlichen Kräfte einhergehen.

Aus all diesen Gründen spielen die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems eine wichtige, aber keine allumfassende Rolle für die Geldpolitik der EZB. Der EZB-Rat bewertet sie zusammen mit einer Fülle anderer Informationen und Formen der Analyse im Rahmen des Zwei-Säulen-Konzepts. Dazu zählen die monetäre Analyse sowie die Analyse von Finanzmarktpreisen, einzelnen Indikatoren und den Prognosen anderer Institutionen. Der EZB-Rat übernimmt weder die Verantwortung für die Projektionen der Experten des Eurosystems noch benutzt er sie als sein einziges Instrument zur Strukturierung und Kommunikation seiner Einschätzung.

Monetäre Analyse

Die EZB hat der Geldmenge in der Gruppe der zur genauen Beobachtung und Untersuchung ausgewählten Schlüsselindikatoren eine besondere Rolle zugewiesen. Mit dieser Entscheidung wurde der Tatsache Rechnung getragen, dass Geldmengenwachstum und Inflation auf mittel- bis langfristige Sicht in enger Beziehung zueinander stehen (Kasten 3.6. fasst die Ergebnisse einiger Studien zu diesem Thema zusammen). Diese weithin

Insgesamt
spielen die
Projektionen
eine wichtige,
aber keine
allumfassende
Rolle

Die Geldmenge
dient als
nominaler Anker

anerkannte Beziehung gibt der Geldpolitik einen festen und zuverlässigen nominalen Anker an die Hand, der über die üblicherweise bei der Erstellung von Inflationsprognosen verwendeten Horizonte hinausgeht. Somit ist die der Geldmenge in der Strategie zugewiesene hervorgehobene Rolle auch ein Instrument, mit dem die Geldpolitik ihre mittelfristige Orientierung untermauert. In der Tat kann eine Zentralbank über die vorübergehenden Auswirkungen verschiedener Schocks „hinausschauen“ und der Versuchung widerstehen, einen allzu aktivistischen Kurs einzuschlagen, wenn sie den geldpolitischen Entscheidungen und der Beurteilung ihrer Auswirkungen nicht nur kurzfristige, aus der Analyse der Wirtschafts- und Finanzlage abgeleitete Indikatoren, sondern auch Überlegungen zur Geldmenge und Liquiditätslage zugrunde legt.

tumsrate der Geldmenge über einen ausreichend langen Zeitraum hinweg mit dem Ziel der Preisstabilität in Einklang stehen muss. Aufgrund des mittel- bis langfristigen Charakters der monetären Sichtweise gibt es jedoch keine direkte Verbindung zwischen kurzfristigen monetären Entwicklungen und geldpolitischen Beschlüssen. Die Geldpolitik reagiert also nicht mechanisch auf Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert.

Dies liegt unter anderem daran, dass die Geldmengenentwicklung zeitweise auch durch „Sonderfaktoren“ beeinflusst werden kann, die aufgrund institutioneller Veränderungen, wie beispielsweise einer Änderung der steuerlichen Behandlung von Zins- oder Kapitalerträgen, entstehen. Diese Sonderfaktoren können zu Veränderungen bei der Geldhaltung führen, da Privatpersonen und Unternehmen normalerweise mit Portfolioumschichtungen reagieren, wenn sich die Attraktivität der in der Geldmenge enthaltenen Bankeinlagen gegenüber anderen Finanzinstrumenten ändert. Die durch diese Sonderfaktoren hervorgerufenen Geldmengenentwicklungen sagen aber unter Umständen nur sehr wenig über die Aussichten für die Preisstabilität aus. Aus diesem Grund versucht die EZB, sich in ihrer monetären Analyse durch Einbeziehung einer ausführlichen Beurteilung der Sonderfaktoren und anderer Schocks, die die Geldnachfrage beeinflussen, auf die grundlegenden monetären Trends zu konzentrieren.

Wie oben erwähnt, geht die Analyse der monetären Entwicklung über die Beurteilung des M3-Wachstums in Relation zu seinem Referenzwert hinaus. Dabei stützt sich der Rahmen der monetären Analyse auf das Fachwissen

Die Analyse von Sonderfaktoren

Umfassende Analyse der Liquidität und Kreditbedingungen

Der Referenzwert für das Geldmengenwachstum

Um ihrer Verpflichtung zur monetären Analyse Ausdruck zu verleihen und eine Orientierungsgröße für die Beurteilung der monetären Entwicklung bereitzustellen, gab die EZB einen Referenzwert für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 bekannt. Dieser Referenzwert bezieht sich auf die Wachstumsrate von M3, die als mit Preisstabilität auf mittlere Sicht vereinbar angesehen wird. (In Kasten 3.7 wird erklärt, wie der Referenzwert abgeleitet wird.)

Der Referenzwert stellt daher eine „natürliche“ Bezugsgröße für die Analyse des Informationsgehalts der monetären Entwicklung im Euro-Währungsgebiet dar. Er erinnert die Zentralbank ständig an das grundlegende Prinzip, dass sie zwar auf wirtschaftliche Entwicklungen reagieren muss, dabei aber nie die Tatsache aus den Augen verlieren darf, dass die Wachs-

Kasten 3.6 Langfristige Betrachtung von Geldmenge und Preisen

Der mittel- bis langfristige Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation im Euro-Währungsgebiet ist Gegenstand zahlreicher Untersuchungen (siehe Literaturverzeichnis), in denen die Frage aus unterschiedlichen Blickwinkeln betrachtet und auf verschiedene empirische Verfahren zurückgegriffen wird.

Eine erste Gruppe von Untersuchungen konzentriert sich auf den Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation über unterschiedlich lange Zeiträume hinweg. Dabei wird unter Verwendung verschiedener statistischer Methoden und Filterverfahren im Allgemeinen festgestellt, dass die langfristige Geldmengenentwicklung in sehr enger Beziehung zur längerfristigen Preisentwicklung steht.

Bei einer zweiten Gruppe von Untersuchungen steht die Frage im Mittelpunkt, ob sich die Preise mithilfe der Geldmenge vorhersagen lassen (d. h., ob die Geldmenge Vorlaufeigenschaften besitzt). Unter Verwendung unterschiedlicher Prognoseverfahren scheinen sich stichhaltige Belege dafür zu ergeben, dass das Wachstum weit gefasster Geldmengenaggregate hilft, die Inflation, insbesondere für Zeithorizonte von über zwei Jahren, vorherzusagen. Aus verschiedenen monetären Indikatoren lassen sich auch indirekt – über ihre Auswirkung auf nichtpreisliche ökonomische Variablen, die im Laufe der Zeit die Preisbildung beeinflussen können – Informationen über die Risiken für die Preisstabilität gewinnen. So haben beispielsweise eng gefasste Geldmengenaggregate Vorlaufeigenschaften für Nachfragebedingungen und somit für konjunkturelle Entwicklungen. Zudem können Geldmengen- und Kreditwachstumsraten, die jene übersteigen, die für ein nachhaltiges inflationsfreies Wirtschaftswachstum ausreichen, unter bestimmten Bedingungen auf die Entstehung von finanziellen Ungleichgewichten oder spekulativen Blasen bei Vermögenspreisen hinweisen. Derartige Informationen können bereits in einem frühen Stadium signalisieren, dass destabilisierende Kräfte mit ungünstigen Auswirkungen auf die Konjunktur und – mittelfristig – auf die Preise im Entstehen sind.

In einer dritten Gruppe von Untersuchungen wird versucht, das Verhalten der Geldmenge zu erklären, indem man sie mit einer Reihe fundamentaler ökonomischer Variablen wie etwa dem realen BIP (als Messgröße für Transaktionen) und mit verschiedenen Zinssätzen (als Messgrößen für die Opportunitätskosten der Geldhaltung) verknüpft. Während derartige Modelle allgemein dazu verwendet werden können, die Richtung und das Ausmaß der Auswirkungen der zuvor erwähnten Bestimmungsfaktoren auf die Geldbestände zu quantifizieren, ermöglichen sie häufig auch eine Unterscheidung zwischen dynamischen Kräften und längerfristigem Gleichgewicht. Sie sind daher ausgesprochen gut geeignet, um die Art der Schocks und deren Auswirkungen auf die Geldbestände zu untersuchen.

Insgesamt sind die allgemein günstigen Ergebnisse der verschiedenen Untersuchungen als Bestätigung dafür zu sehen, dass mittel- bis langfristig ein stabiler Zusammenhang zwischen den nominalen Geldbeständen und den Preisen im Euro-Währungsgebiet besteht.

Kasten 3.7 Der Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum

Der herausragenden Rolle der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie der EZB wird durch die Bekanntgabe eines Referenzwerts für das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 Ausdruck verliehen. Die Wahl der Geldmenge M3 gründet sich auf den durch zahlreiche empirische Studien untermauerten Befund, dass dieses Aggregat alle gewünschten Eigenschaften besitzt: Insbesondere weist es eine stabile Geldnachfragebeziehung sowie Vorlaufeigenschaften für die künftige Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf. Der Referenzwert für das Wachstum von M3 wurde so abgeleitet, dass er im Einklang mit der Gewährleistung von Preisstabilität steht. Erhebliche oder anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert würden unter normalen Bedingungen Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht signalisieren.

Die Ableitung des Referenzwerts stützt sich auf den Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum (ΔM), Inflation (ΔP), realem BIP-Wachstum (ΔYR) und Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit (ΔV). Dieser Gleichung zufolge, die allgemein als „Quantitätsgleichung“ bekannt ist, entspricht die Veränderung der Geldmenge in einer Volkswirtschaft der Veränderung des nominalen Transaktionsvolumens (hierfür wird die Veränderung des realen BIP zuzüglich der Veränderung des Preisniveaus angesetzt) abzüglich der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit. Die zuletzt genannte Variable kann als die Geschwindigkeit definiert werden, mit der Geld zwischen verschiedenen Geldhaltern transferiert wird; sie bestimmt daher, wie viel Geld für ein bestimmtes nominales Transaktionsvolumen erforderlich ist.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Die Basis für die Ableitung des Referenzwerts bilden neben der Definition von Preisstabilität als Anstieg des HVPI für das Euro-Währungsgebiet von jährlich unter 2 % auch mittelfristige Annahmen hinsichtlich der Entwicklung des Produktionspotenzials und des Trends der Umlaufgeschwindigkeit von M3. 1998 ging man aufgrund von Schätzungen internationaler Organisationen und der EZB von einem mittelfristigen Trend des realen potenziellen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet von 2 % bis 2½ % pro Jahr aus. Verschiedene Methoden wurden angewandt, um zu der Annahme über die Umlaufgeschwindigkeit zu gelangen; dabei wurden sowohl einfache (univariate) Trends als auch Informationen aus komplexeren Geldnachfragemodellen herangezogen. Insgesamt gesehen wiesen die Ergebnisse dieser Analysen auf einen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M3 in einem Bereich von ½ % bis 1 % jährlich hin. Auf der Grundlage dieser Annahmen setzte der EZB-Rat den Referenzwert im Dezember 1998 auf 4 ½ % pro Jahr fest. Darüber hinaus beschloss er, die Entwicklungen in Relation zum Referenzwert auf der Basis eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der Zwölfmonatswachstumsraten der weit gefassten Geldmenge zu analysieren. Mit diesem Ansatz sollen die – zuweilen recht hohen – monatlichen Schwankungen geglättet werden.

Von 1999 bis 2002 überprüfte der EZB-Rat die Annahmen über die mittelfristige Entwicklung des Produktionspotenzials und die Umlaufgeschwindigkeit von M3, die der Ableitung des Referenzwerts für M3 zugrunde liegen, jeweils am Jahresende. Da es

keine neuen wesentlichen Erkenntnisse gab, die zu einer maßgeblichen Veränderung der zugrunde liegenden Annahmen geführt hätten, wurde der Referenzwert in diesem Zeitraum unverändert gelassen. Im Mai 2003 beschloss der EZB-Rat, den Referenzwert für M3 nicht mehr auf jährlicher Basis zu überprüfen, da nach den bisherigen Erfahrungen nicht mit einer häufigen Änderung der grundlegenden Annahmen für die mittelfristige Entwicklung zu rechnen sei. Gleichzeitig stellte der EZB-Rat klar, dass er die Gültigkeit der Bedingungen und Annahmen, auf denen der Referenzwert basiert, weiterhin beobachten und alle Änderungen der zugrunde liegenden Annahmen bekannt geben wird, sobald sie erforderlich werden.

der EZB über die institutionellen Merkmale des Finanzsektors und des monetären Sektors. Im Rahmen ihrer regelmäßigen Beobachtung der monetären Lage im Euroraum zieht die EZB auch eine Reihe kleinerer Geldnachfragemodelle und monetärer Indikatorenmodelle heran, die von EZB-Mitarbeitern und Wissenschaftlern entwickelt und veröffentlicht wurden.

Bei der monetären Analyse wird eine umfassende Beurteilung der Liquiditätslage verwendet, die auf Informationen über den Bilanzzusammenhang des M3-Wachstums (d. h. die Gegenposten von M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors, insbesondere die Buchkredite an den privaten Sektor) sowie über die Zusammensetzung des M3-Wachstums (d. h. die Komponenten) basiert. Eine solche detaillierte Analyse der Gegenposten und der Struktur des M3-Wachstums ist hilfreich, um das von der monetären Entwicklung ausgehende Signal abzuleiten, das für die Ermittlung der längerfristigen Inflationsentwicklung relevant ist. Dabei wird den liquidessten Komponenten von M3 – insbesondere M1 – besondere Aufmerksamkeit gewidmet, da sie die Transaktionsmotive der Geldhaltung genauer widerspiegeln und somit wohl den engsten Zusammenhang mit den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben aufweisen.

Gleichzeitig ist ein gründliches Verständnis der wechselseitigen Beziehungen zwischen der Geldmenge M3 und ihren Gegenposten von entscheidender Bedeutung, um beurteilen zu können, ob die beobachteten Veränderungen des Geldmengenwachstums das Ergebnis von „Portfolioumschichtungen“ sind und ob sie möglicherweise Auswirkungen auf die Preisentwicklung haben.

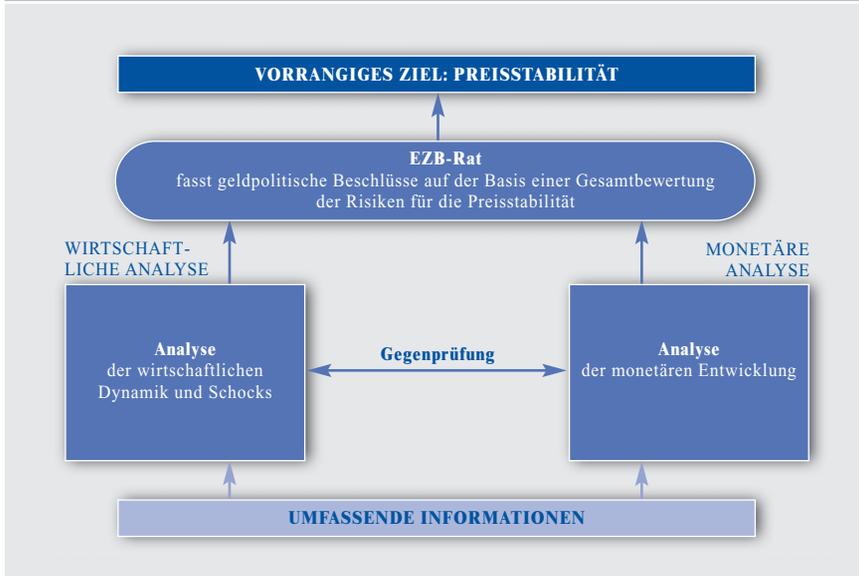
Schließlich können Geldmengen- und Kreditwachstumsraten, die jene übersteigen, die für ein nachhaltiges nichtinflationäres Wirtschaftswachstum erforderlich sind, unter bestimmten Bedingungen frühzeitig – neben den gängigeren Indikatoren – Auskunft über sich aufbauende finanzielle Ungleichgewichte geben. Solche Informationen sind wichtig für die Geldpolitik, weil das Entstehen von finanziellen Ungleichgewichten oder spekulativen Blasen bei den Vermögenspreisen eine destabilisierende Wirkung auf die Wirtschaftsaktivität und letztlich auf die mittelfristige Preisentwicklung haben kann.

Gegenprüfung der im Rahmen der zwei Säulen gewonnenen Informationen

Was die Beschlüsse des EZB-Rats über den angemessenen geldpolitischen Kurs angeht, so sieht der Zwei-Säulen-Ansatz eine wechselseitige Überprüfung der aus der kürzerfristigen wirt-

Gegenprüfung
beider Analysen

Abbildung 3.2 Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie der EZB



schaftlichen Analyse und der längerfristigen monetären Analyse stammenden Hinweise vor. Wie oben näher erläutert, stellt diese Gegenprüfung sicher, dass die Geldpolitik keine der für die Bewertung zukünftiger Preistrends relevanten Informationen übersieht. Dabei werden alle Komplementaritäten zwischen den beiden Säulen berücksichtigt, da so am besten gewährleistet ist, dass alle für die Beurteilung der Preisaussichten relevanten Informationen auf konsistente und effiziente Weise verwendet werden, was sowohl den Prozess der Entscheidungsfindung als auch dessen Vermittlung erleichtert (siehe Abbildung 3.2). Dieser Ansatz verringert die Gefahr geldpolitischer Fehlentscheidungen, die infolge einer allzu starken Fixierung auf einen einzelnen Indikator, einen einzelnen Vorhersagewert oder ein einzelnes Modell auftreten können. Durch die Verwendung eines diversifizierten Ansatzes für die Interpretation der wirtschaftlichen Bedingungen macht die Strategie der EZB es möglich, eine robuste Geldpolitik in einem unsicheren Umfeld zu betreiben.

3.6 RECHENSCHAFTSPFLICHT, TRANSPARENZ UND KOMMUNIKATION

Zentralbankunabhängigkeit, Rechenschaftspflicht und Transparenz

Wie in Kapitel 1 erläutert, ist es sinnvoll, eine unabhängige Zentralbank, auf die kein politischer Druck ausgeübt werden kann, mit der Aufgabe der Gewährleistung von Preisstabilität zu betrauen. Gleichzeitig muss in einer demokratischen Gesellschaft die Unabhängigkeit der Zentralbank Hand in Hand gehen mit der Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit und ihren gewählten Vertretern. Rechenschaftspflicht kann verstanden werden als die rechtliche und politische Verpflichtung einer unabhängigen Zentralbank, ihre Entscheidungen vor den Bürgern und Bürgerinnen und deren gewählten Vertretern ausführlich zu erläutern und zu rechtfertigen, sodass diese die Zentralbank für die Erfüllung ihrer Aufgaben zur Verantwortung ziehen können. Die Rechenschaftspflicht ist ein grundlegendes Element der demokratischen Legitimität. Ein klar de-

Unabhängigkeit
und
Rechenschafts-
pflicht

finiertes Mandat bildet die Grundlage für die demokratische Legitimität der Übertragung der Geldpolitik auf eine unabhängige Zentralbank, und die vorrangige Ausrichtung auf das Mandat der Preisstabilität erleichtert die öffentliche Kontrolle einer unabhängigen Zentralbank. In diesem Sinne diszipliniert die Rechenschaftspflicht die Zentralbank zur bestmöglichen Erfüllung ihrer Aufgaben.

Die EZB ist rechenschaftspflichtig gegenüber den Bürgerinnen und Bürgern der Europäischen Union

Die geeigneten Kanäle zur Gewährleistung der öffentlichen Kontrolle einer Zentralbank hängen vom institutionellen Rahmen und dem Mandat der Zentralbank ab. Als eine kraft des EG-Vertrags geschaffene Institution, die nach Maßgabe der ihr zugewiesenen Befugnisse handelt, obliegt der EZB die gesetzliche Aufgabe, Preisstabilität zu gewährleisten und andere Zentralbankfunktionen für das gesamte Euro-Währungsgebiet auszuüben. Die EZB ist daher in erster Linie den Bürgerinnen und Bürgern der Europäischen Union, die dem EG-Vertrag seine Legitimität verliehen haben, zur Rechenschaft verpflichtet, und – in eher formaler Hinsicht – dem Europäischen Parlament, der einzigen von den EU-Bürgern direkt gewählten europäischen Institution.

Die Beziehungen der EZB zum Europäischen Parlament

Das Verhältnis der EZB zum Europäischen Parlament ist im EG-Vertrag geregelt und trägt dem Unabhängigkeitsstatus des Eurosystems in vollem Umfang Rechnung. Der EG-Vertrag enthält eine Reihe von Berichtspflichten für die EZB (z.B. ist dem Europäischen Parlament, der Kommission und dem EU-Rat ein Jahresbericht vorzulegen) und sieht regelmäßige Anhörungen vor dem Europäischen Parlament vor, um die Rechenschaftslegung zu gewährleisten (siehe Kapitel 1).

Ein mit der Rechenschaftspflicht eng verbundenes und dennoch andersartiges Konzept ist die Zentralbanktransparenz. Transparenz kann definiert werden als ein Umfeld, in dem die Zentralbank der breiten Öffentlichkeit und den Märkten alle relevanten Informationen über ihre Strategie, ihre Einschätzungen und geldpolitischen Entscheidungen sowie ihre Verfahren in offener, klarer und zeitnaher Weise zur Verfügung stellt. Heute betrachten die meisten Zentralbanken, so auch die EZB, Transparenz als einen wesentlichen Bestandteil ihres geldpolitischen Handlungsrahmens und betonen die Bedeutung einer wirkungsvollen Kommunikation und eines angemessenen Zusammenwirkens mit der Öffentlichkeit. Schließlich haben alle Bemühungen um Erhöhung der Transparenz das Ziel, zu gewährleisten, dass die Geldpolitik von der Öffentlichkeit besser verstanden und damit glaubwürdiger und wirksamer wird.

Transparenz setzt in erster Linie voraus, dass die Zentralbank ihr Verständnis des ihr erteilten Mandats klar erläutert und ihre geldpolitischen Ziele offen legt. Dies erleichtert es der Öffentlichkeit, die Leistung der Zentralbank zu überwachen und zu beurteilen. Darüber hinaus muss die Zentralbank den für ihre interne Entscheidungsfindung verwendeten analytischen Rahmen und ihre Einschätzung der Wirtschaftslage erläutern und häufig auch die Gründe für ihre geldpolitischen Beschlüsse verdeutlichen. Dabei lässt sich die Transparenz erhöhen, indem ein systematischer Rahmen für die interne Entscheidungsfindung wie auch für die externe Kommunikation mit der Öffentlichkeit vorgegeben wird. Dies erfolgt insbesondere durch die öffentliche Bekanntgabe der geldpolitischen Strategie.

Was macht eine Zentralbank transparent?

Transparenz erhöht die Wirksamkeit der Geldpolitik, da sie ...

Wichtigstes Anliegen der Zentralbank mit Blick auf die Transparenz muss die Wirksamkeit der Geldpolitik bei der Erfüllung ihrer satzungsmäßigen Ziele sein. Transparenz kann die Effektivität der Geldpolitik aus mehreren Gründen erhöhen.

... die Glaubwürdigkeit fördert, ...

Erstens fördert es die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank, wenn sie für Klarheit darüber sorgt, wie sie ihr Mandat sieht und wie sie es zu erfüllen gedenkt. Geht die Öffentlichkeit davon aus, dass eine Zentralbank in der Lage und willens ist, ihren geldpolitischen Auftrag zu erfüllen, werden die Preiserwartungen fest verankert sein. Von besonderem Nutzen in diesem Zusammenhang ist die häufige Berichterstattung zur Einschätzung der Wirtschaftslage durch die Zentralbank. Auch ist es hilfreich, wenn Zentralbanken offen und realistisch sagen, was die Geldpolitik leisten und – vor allem – was sie nicht leisten kann (siehe Abschnitt 3.1).

... den geldpolitischen Entscheidungsträgern Selbstdisziplin auferlegt ...

Zweitens zwingt eine strenge Verpflichtung zur Transparenz die für die Geldpolitik Verantwortlichen zu Selbstdisziplin, und dies wiederum hilft, die Konsistenz ihrer geldpolitischen Entscheidungen und Erläuterungen im Zeitverlauf zu gewährleisten. Indem der Öffentlichkeit die Überprüfung geldpolitischer Maßnahmen ermöglicht wird, verstärken sich auch die Anreize für die Entscheidungsträger, ihr Mandat ordnungsgemäß zu erfüllen.

... und den Märkten Orientierung gibt

Drittens gibt die Zentralbank durch die öffentliche Bekanntgabe ihrer geldpolitischen Strategie und ihrer regelmäßigen Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung den Märkten eine Orientierung und fördert somit eine effizientere und zutreffendere Erwartungsbildung.

Dies hilft den Märkten, das systematische Reaktionsmuster der Geldpolitik auf wirtschaftliche Entwicklungen und Schocks zu verstehen und damit die allgemeine Richtung der Geldpolitik auf mittlere Sicht vorzusehen, sodass geldpolitische Schritte berechenbarer werden.

Diese Berechenbarkeit ist wichtig für die Durchführung der Geldpolitik: Während Zentralbanken nur die sehr kurzfristigen Zinsen unmittelbar steuern können, hängt die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Wirtschaft auch entscheidend von der erwarteten Entwicklung der Kurzfristzinsen über längere Zeithorizonte und den Unsicherheitszuschlägen ab. Wenn die geldpolitischen Reaktionen für die Wirtschaftssubjekte weitgehend berechenbar sind, dann können etwaige (erwartete) Änderungen des geldpolitischen Kurses rasch in finanzielle Variablen einfließen. Dies wiederum kann den Transmissionsprozess, über den die Geldpolitik auf Investitions- und Konsumententscheidungen einwirkt, verkürzen sowie notwendige wirtschaftliche Anpassungen beschleunigen und auf diese Weise die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöhen.

Die Kommunikationsfunktion einer geldpolitischen Strategie

Um ein besseres Verständnis der Geldpolitik zu fördern, sollten der Öffentlichkeit die wichtigsten Aspekte des geldpolitischen Entscheidungsprozesses verständlich gemacht werden. In der Praxis ist es jedoch schwierig, der Bevölkerung alle einzelnen Elemente und Aspekte der internen geldpolitischen Entscheidungsfindung erschöpfend und in verständlicher Form mitzuteilen und gleichzeitig zu gewährleisten, dass diese Informationen richtig verstanden werden.

Die öffentliche Präsentation der Geldpolitik ...

...muss der Komplexität der Geldpolitik Rechnung tragen...

Aus diesem Grund müssen für die öffentliche Präsentation der Geldpolitik verschiedene Kommunikationskanäle verwendet werden. Transparenz bedeutet mehr als nur die Veröffentlichung von Informationen. Sie setzt auch voraus, dass diese Informationen auf eine für die Öffentlichkeit verständliche Weise strukturiert sind.

...und mit dem internen Entscheidungsprozess konsistent sein

Allerdings sollte trotz aller Bemühungen um die Vermittlung einer klaren Botschaft nicht versäumt werden, die eigentliche Natur des geldpolitischen Entscheidungsprozesses zu verdeutlichen. In jeder Mitteilung muss zum Ausdruck kommen, dass die Geldpolitik in einem komplexen und unsicheren, sich ständig wandelnden Umfeld zu operieren hat. Die ehrliche Darstellung dieses Umfelds nimmt in der externen Kommunikation der geldpolitischen Strategie der EZB eine herausragende Stellung ein. Auch

wenn die Präsentation der Strategie der EZB nach außen im Vergleich zu einigen anderen Strategien (wie der Geldmengen- oder Inflationssteuerung, siehe Kasten 3.2) recht komplex sein mag, so gibt sie dennoch ein realistisches Bild des diversifizierten Ansatzes der Geldpolitik wieder, den die EZB für ihre interne Entscheidungsfindung gewählt hat.

Eine wirksame Kommunikation setzt auch voraus, dass die Zentralbank unterschiedliche Zielgruppen anspricht und eine Vielfalt an Kommunikationskanälen verwendet. Zu diesem Zweck ist die EZB bei ihrer Öffentlichkeitsarbeit mit der Einführung zusätzlicher Maßnahmen zur Sicherstellung der Rechenschaftslegung und Transparenz sogar über die formalen Anforderungen des EG-Vertrags hinausgegangen (siehe Kasten 3.8).

Kasten 3.8 Die wichtigsten Kommunikationskanäle der EZB

Die monatlichen Pressekonferenzen des Präsidenten und Vizepräsidenten unmittelbar nach der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat sowie der Monatsbericht sind zwei der wichtigsten Kommunikationskanäle der EZB. Die „Einleitenden Bemerkungen“ des Präsidenten zur Pressekonferenz geben eine aktuelle und ausführliche Zusammenfassung der geldpolitisch relevanten Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung. Sie orientieren sich von ihrem Aufbau her an der geldpolitischen Strategie der EZB und sind inhaltlich mit dem EZB-Rat abgestimmt. Die monatliche Pressekonferenz beinhaltet auch einen Frageteil, an dem Medienvertreter aus dem gesamten Euroraum sowie aus anderen Ländern teilnehmen, und sie bildet eine Plattform für eine zeitnahe und unparteiische Erläuterung der geldpolitischen Beschlüsse für die Öffentlichkeit. Nur wenige Stunden später wird die Niederschrift der Pressekonferenz auf der Website der EZB veröffentlicht. Die Pressekonferenz ist daher ein effektives Mittel zur zeitnahen Darstellung und Erläuterung der Beratungen im EZB-Rat und somit auch des geldpolitischen Entscheidungsprozesses.

Der Monatsbericht der EZB liefert der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten eine detaillierte und umfassende Analyse des wirtschaftlichen Umfelds. Er wird in der Regel eine Woche nach der Sitzung des EZB-Rats veröffentlicht und enthält die Informationen, über die der EZB-Rat verfügte, als er seinen geldpolitischen Beschluss fasste. Außerdem enthält der Monatsbericht Aufsätze, die einen Einblick in langfristige Entwicklungen, allgemeine Themen oder die vom Eurosystem im Rahmen der geldpolitischen Strategie eingesetzten Analyseinstrumente vermitteln.

Darüber hinaus erscheint der Präsident der EZB vier Mal im Jahr vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments. Der Präsident erläutert die geldpolitischen Beschlüsse der EZB und beantwortet sodann Fragen der Ausschussmitglieder. Die Sitzungen des Ausschusses sind öffentlich, und die Protokolle zu den Aussagen des Präsidenten werden nach der Anhörung auf den Websites des Europäischen Parlaments und der EZB veröffentlicht. Auch andere Mitglieder des EZB-Direktoriums erscheinen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung.

Die Mitglieder des EZB-Rats übernehmen eine Vielzahl öffentlicher Verpflichtungen. Vorträge des Präsidenten und anderer Mitglieder des Direktoriums und EZB-Rats sind ein wichtiges Instrument, um der Öffentlichkeit die Sichtweise der EZB zu erläutern. Ein anderer wichtiger Kanal, über den sowohl internationale als auch regionale Zielgruppen angesprochen werden, sind die von Mitgliedern des EZB-Rats gewährten Interviews. Die EZB empfängt auch zahlreiche Besucher aus der Bevölkerung sowie Fachleute verschiedenster Institutionen. Sie legt großen Wert auf einen offenen Dialog mit Wissenschaftlern. Forschungsergebnisse zu speziellen Fachgebieten und geldpolitische Studien von allgemeinem Interesse werden von den EZB-Mitarbeitern in der Diskussionspapierreihe der EZB („Working Papers“) bzw. in einer Reihe von in unregelmäßigen Abständen erscheinenden Beiträgen („Occasional Papers“) publiziert.

Schließlich verlangt die Transparenz der Geldpolitik auch, dass die von der Zentralbank erhobenen statistischen Daten vollständig und zeitnah veröffentlicht werden, sobald sie abgesichert sind. Mithilfe der NZBen erstellt die EZB Geld- und Bankenstatistiken sowie damit zusammenhängende Statistiken, Zahlungsbilanzstatistiken, den Auslandsvermögensstatus und die Finanzierungsrechnung für das Euro-Währungsgebiet (siehe Kasten 3.5). Die zeitnahe Veröffentlichung dieser Daten erlaubt es der EZB, die ihr vorliegenden Informationen über die wirtschaftliche Entwicklung im Eurogebiet an die Öffentlichkeit weiterzugeben und damit zu einem besseren Verständnis der geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats beizutragen.

Da das Eurosystem in einem multikulturellen und vielsprachigen Umfeld kommunizieren muss, kommt den NZBen eine entscheidende Rolle in der Kommunikationsstrategie zu. Sie stehen auf nationaler und regionaler Ebene in engem Kontakt mit der Öffentlichkeit, übersetzen die geldpolitischen Signale in die verschiedenen Sprachen und passen sie an den nationalen Kontext an.

4 DURCHFÜHRUNG DER GELDPOLITIK

In diesem Kapitel wird erläutert, wie die geldpolitischen Beschlüsse mithilfe der zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente umgesetzt werden. Der erste Abschnitt gibt einen Überblick über die Ziele und Grundsätze, die die Funktionsweise des Handlungsrahmens des Eurosystems bestimmen. Im zweiten Abschnitt werden die wichtigsten geldpolitischen Instrumente (Offenmarktgeschäfte, die ständigen Fazilitäten und das Mindestreservesystem) kurz beschrieben. In den darauf folgenden Abschnitten werden sie ausführlicher behandelt und die Wechselwirkungen zwischen den geldpolitischen Instrumenten und dem Liquiditätsbedarf der Banken anhand einer Zentralbankbilanz dargestellt. Der letzte Abschnitt enthält eine kurze Bewertung der Erfahrungen mit dem Handlungsrahmen in den ersten viereinhalb Jahren der einheitlichen Geldpolitik.

4.1 ALLGEMEINE GRUNDSÄTZE UND ZIELE BEI DER AUSGESTALTUNG DES HANDLUNGSRAHMENS

Geldmarkt und Transmission der Geldpolitik

Wie in Kapitel 3 erörtert, spielen die kurzfristigen Geldmarktsätze eine wichtige Rolle bei der Übertragung geldpolitischer Impulse. Die Geldpolitik übt einen erheblichen Einfluss auf die kurzfristigen nominalen Marktzinssätze aus. Durch die Festsetzung der Zinssätze beeinflusst die Geldpolitik die Gesamtwirtschaft und letztlich das Preisniveau auf vielfältige Weise.

Handlungsrahmen...

Dem Eurosystem stehen zur Erreichung seines primären Ziels eine Reihe geldpolitischer Instrumente und Verfahren zur Verfügung. Dieses Instrumentarium bildet den Handlungsrahmen für die Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik.

...und die geldpolitische Strategie

Sowohl der Handlungsrahmen als auch die geldpolitische Strategie spielen bei der Durchführung der Geldpolitik eine besondere Rolle. Die Strategie bestimmt, welches Niveau der Geld-

marktzinssätze erforderlich ist, um mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten, während der Handlungsrahmen festlegt, wie dieses Zinsniveau mithilfe der zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente erreicht werden kann.

Eine Zentralbank steuert die kurzfristigen Geldmarktsätze, indem sie Signale hinsichtlich ihres geldpolitischen Kurses gibt und die Liquiditätsversorgung am Geldmarkt steuert. Als alleiniger Emittent von Banknoten und der Mindestreserveguthaben der Banken besitzt die Zentralbank das Monopol als Anbieter der monetären Basis. Die monetäre Basis des Eurogebiets besteht aus dem Bargeldumlauf (Banknoten und Münzen), den von den Geschäftspartnern beim Eurosystem unterhaltenen Guthaben auf Girokonten (Reserveguthaben) und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität des Eurosystems. Diese Posten sind Verbindlichkeiten in der Bilanz des Eurosystems. Die Reserveguthaben können in Mindestreserve-Soll und Überschussreserven unterteilt werden.

Zu den Funktionen des Handlungsrahmens gehören die Steuerung der Zinssätze und der Liquidität, ...

Im Mindestreservesystem des Eurosystems sind die Geschäftspartner verpflichtet, Mindestreserven bei den NZBen zu unterhalten (siehe Abschnitt 4.3). Neben diesen Mindestreserven halten die Kreditinstitute beim Eurosystem in der Regel nur einen geringen Betrag an freiwilligen Überschussreserven.

Aufgrund ihres Monopols kann die Zentralbank die Liquiditätsbedingungen am Geldmarkt steuern und die Geldmarktzinssätze beeinflussen.

Die Zentralbank kann zum einen die Zinssätze durch Liquiditätssteuerung beeinflussen und zum anderen dem Geldmarkt ihren geldpolitischen Kurs signalisieren. Dies geschieht in der Regel durch Veränderung der Bedingungen, zu denen sie bereit ist, Transaktionen mit Kreditinstituten durchzuführen.

Bei ihren Geschäften geht es der Zentralbank auch darum, ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Geldmarkts zu gewährleisten und den Kreditinstituten zu helfen, ihren Liquiditätsbedarf reibungslos zu decken. Zu diesem Zweck stellt sie den Kreditinstituten regelmäßig Refinanzierungsmittel und Fazilitäten zur Verfügung, mit denen diese die Tagesendsalden ausgleichen und vorübergehende Liquiditätsschwankungen abfedern können.

Der Handlungsrahmen des Eurosystems basiert auf den im Vertrag über die Europäische Union niedergelegten Grundsätzen. In Artikel 105 des Vertrags heißt es, dass das Eurosystem bei der Verfolgung seiner Ziele „(...) im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb [handelt], wodurch ein

effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird (...)“.

Neben den im Vertrag über die Europäische Union niedergelegten Grundsätzen beruht der Handlungsrahmen auf verschiedenen anderen Leitprinzipien. Das Wichtigste davon ist der Grundsatz der effizienten Geschäftsabwicklung, der Vorrang vor den übrigen Grundsätzen hat. Eine effiziente Geschäftsabwicklung liegt vor, wenn der Handlungsrahmen es ermöglicht, dass geldpolitische Beschlüsse möglichst genau und rasch auf die kurzfristigen Geldmarktsätze durchzuschlagen. Diese wiederum beeinflussen über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus das Preisniveau.

Die Gleichbehandlung von Finanzinstituten und die Harmonisierung von Regeln und Verfahren im gesamten Eurogebiet sind weitere wichtige Grundsätze des Handlungsrahmens. Kreditinstitute müssen unabhängig von ihrer Größe und ihrem Standort im Euroraum gleich behandelt werden. Die Harmonisierung von Regeln und Verfahren trägt zur Gewährleistung der Gleichbehandlung bei, indem versucht wird, für alle Kreditinstitute im Euroraum, die Geschäfte mit dem Eurosystem abwickeln, gleiche Bedingungen zu schaffen.

Ein für das Eurosystem charakteristischer Grundsatz ist die dezentrale Durchführung der Geldpolitik. Danach werden die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der Regel durch die NZBen durchgeführt, das heißt, die EZB koordiniert die Operationen und die NZBen führen sie durch.

... eine effiziente Geschäftsabwicklung, ...

... die Gleichbehandlung von Finanzinstituten und die Harmonisierung von Regeln und Verfahren, ...

... die dezentrale Umsetzung der Geldpolitik ...

... das Setzen von Signalen hinsichtlich des geldpolitischen Kurses ...

... und die Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Funktionsweise des Geldmarkts

Leitprinzipien des Handlungsrahmens sind die Grundsätze einer offenen Marktwirtschaft, ...

...sowie
Einfachheit,
Transparenz,
Kontinuität,
Sicherheit und
Wirtschaftlichkeit

Darüber hinaus gelten für den Handlungsrahmen die Grundsätze der Einfachheit, Transparenz, Kontinuität, Sicherheit und Wirtschaftlichkeit. Einfachheit und Transparenz sorgen dafür, dass die mit den geldpolitischen Geschäften verfolgten Absichten richtig verstanden werden. Der Grundsatz der Kontinuität zielt darauf ab, größere Veränderungen der Instrumente und Verfahren zu vermeiden, sodass Zentralbanken und ihre Geschäftspartner bei der Teilnahme an geldpolitischen Operationen auf ihre Erfahrungen zurückgreifen können. Der Grundsatz der Sicherheit verlangt, dass die finanziellen und operationalen Risiken des Eurosystems minimiert werden, während unter Wirtschaftlichkeit niedrige sich aus dem Handlungsrahmen ergebende Betriebskosten sowohl für das Eurosystem als auch für seine Geschäftspartner zu verstehen sind.

4.2 ÜBERBLICK ÜBER DEN HANDLUNGSRAHMEN DES EUROSISTEMS

Der Handlungsrahmen des Eurosystems ist in der EZB-Publikation „Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“ ausführlich beschrieben.

Offenmarktgeschäfte

Tabelle 4.1 gibt einen Überblick über die Hauptmerkmale der beiden Geschäftsarten, die dem Eurosystem zur Durchführung der einheitlichen Geldpolitik zur Verfügung stehen: Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten. Die wichtigste Gruppe sind die Offenmarktgeschäfte. Sie werden auf Initiative der Zentralbank in der Regel am Geldmarkt durchgeführt. Wie in Abschnitt 2.5 beschrieben, wird mit „Geldmarkt“ der Markt bezeichnet, an

dem die Laufzeit der Geschäfte im Allgemeinen kürzer als ein Jahr ist. Offenmarktgeschäfte spielen eine wichtige Rolle bei der Zinssatzsteuerung, der Signalisierung des geldpolitischen Kurses und der Liquiditätssteuerung am Geldmarkt.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) sind die wichtigsten Offenmarktgeschäfte und das wichtigste geldpolitische Instrument des Eurosystems. Über sie stellt das Eurosystem seinen Geschäftspartnern Mittel auf dem Kreditwege zur Verfügung. Um das Eurosystem vor finanziellen Risiken zu schützen, erfolgt die Kreditgewährung stets gegen Sicherheiten. Nähere Informationen zu den Geschäftspartnern für geldpolitische Geschäfte des Eurosystems und zu den Sicherheiten, die für liquiditätszuführende Geschäfte erforderlich sind, finden sich in Kasten 4.1.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Die Kreditgewährung über Offenmarktgeschäfte erfolgt normalerweise in Form von befristeten Transaktionen. Befristete Transaktionen sind Geschäfte, bei denen die Zentralbank Aktiva im Rahmen einer Rückkaufvereinbarung kauft oder einen Kredit gegen Vermögenswerte gewährt, die als Sicherheiten übergeben werden (siehe Kasten 4.3). Sie stellen also temporäre Offenmarktgeschäfte dar, bei denen Mittel nur für eine begrenzte, im Voraus festgelegte Zeit zur Verfügung gestellt werden.

Befristete Transaktionen

Zur Steuerung der kurzfristigen Zinssätze am Geldmarkt und insbesondere zur Begrenzung ihrer Volatilität bietet das Eurosystem seinen Geschäftspartnern auch zwei ständige Fazilitäten an, und zwar die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität. Beide Fazilitäten können von den Ge-

Ständige Fazilitäten

Tabelle 4.1 Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten des Eurosystems

Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart ¹⁾		Laufzeit	Rhythmus
	Liquiditätsbereitstellung	Liquiditätsabschöpfung		
Offenmarktgeschäfte				
Hauptfinanzierungsgeschäfte	• Befristete Transaktionen	–	• Eine Woche ²⁾	• Wöchentlich
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	• Befristete Transaktionen	–	• Drei Monate	• Monatlich
Feinsteuerooperationen	• Befristete Transaktionen	• Devisenswaps	• Nicht standardisiert	• Unregelmäßig
	• Devisenswaps	• Hereinnahme von Termin-einlagen • Befristete Transaktionen		
	• Endgültige Käufe	• Endgültige Verkäufe		
Strukturelle Operationen	• Befristete Transaktionen	• Emission von Schuldverschreibungen	• Standardisiert/nicht standardisiert	• Regelmäßig und unregelmäßig
	• Endgültige Käufe	• Endgültige Verkäufe	–	• Unregelmäßig
Ständige Fazilitäten				
Spitzenrefinanzierungsfazilität	• Befristete Transaktionen	–	• Über Nacht	• Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner
Einlagefazilität	–	• Einlagen	• Über Nacht	• Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner

1) Eine Beschreibung der verschiedenen Arten von Offenmarkttransaktionen findet sich in Kasten 4.3.

2) Seit 10. März 2004. Davor zwei Wochen (siehe Kasten 4.2).

schäftspartnern auf eigene Initiative über Nacht in Anspruch genommen werden. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität ist in der Regel deutlich höher als der entsprechende Marktzinssatz, und der Zinssatz für die Einlagefazilität in der Regel deutlich niedriger als der Marktzinssatz. Infolgedessen nutzen Kreditinstitute die ständigen Fazilitäten normalerweise nur, wenn es keine Alternativen gibt. Da der Zugang zu

diesen Fazilitäten – abgesehen von den geforderten Sicherheiten bei der Spitzenrefinanzierungsfazilität – keinen Beschränkungen unterliegt, bilden ihre Zinssätze im Allgemeinen eine Ober- und Untergrenze des Tagesgeldsatzes am Geldmarkt. Diese Instrumente werden in Abschnitt 4.5 ausführlicher erläutert.

Kasten 4.1 Geschäftspartner und Sicherheiten

1. Geschäftspartner

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems ist so festgelegt, dass die Teilnahme eines großen Kreises von Geschäftspartnern gewährleistet ist. Die Geschäftspartner der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems müssen bestimmte Zulassungskriterien erfüllen. Diese Kriterien sind so definiert, dass die Gleichbehandlung von Instituten im gesamten Euro-Währungsraum sichergestellt ist und gewährleistet wird, dass die Geschäftspartner gewisse operationale und aufsichtsrechtliche Anforderungen erfüllen. Die allgemeinen Zulassungskriterien gelten einheitlich im gesamten Eurogebiet.

Um als Geschäftspartner zugelassen zu werden, muss ein Kreditinstitut in das Mindestreservesystem des Eurosystems einbezogen und finanziell solide sein. Darüber hinaus müssen die Geschäftspartner sämtliche operationalen Kriterien erfüllen, die in den einschlägigen vertraglichen oder öffentlich-rechtlichen Regelungen der betreffenden NZB (oder der EZB) niedergelegt sind, um eine effiziente Durchführung der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems zu gewährleisten. Ende Juni 2003 waren 6 776 Kreditinstitute im Eurogebiet ansässig. Davon erfüllten jedoch nur 2 243 die operationalen Kriterien für die Teilnahme an Offenmarktgeschäften. 2 749 erfüllten die operationalen Kriterien für die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität und 3 188 die für die Inanspruchnahme der Einlagefazilität. Die Zahl der tatsächlich an Offenmarktgeschäften teilnehmenden Geschäftspartner ist allerdings in der Regel sehr viel niedriger als die Zahl der zugelassenen Geschäftspartner. Im ersten Halbjahr 2003 belief sich die Gesamtzahl der an den Tendern für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte beteiligten Geschäftspartner auf durchschnittlich 252. Die Zahl der an den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften teilnehmenden Geschäftspartner lag im Durchschnitt bei 136.

Ein Kreditinstitut, das die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllt, kann die ständigen Fazilitäten des Eurosystems in Anspruch nehmen und an den im Wege von Standardtendern durchgeführten Offenmarktgeschäften über die NZB des Mitgliedstaats, in dem es niedergelassen ist, teilnehmen. Wenn ein Kreditinstitut Niederlassungen (Hauptverwaltung und Zweigstellen) in mehr als einem Mitgliedstaat unterhält, kann jede Niederlassung über die jeweilige NZB des Mitgliedstaats, in dem sie ansässig ist, an diesen Geschäften teilnehmen. Die Tendergebote eines Instituts dürfen aber in jedem Mitgliedstaat nur von einer Niederlassung (entweder der Hauptverwaltung oder einer dafür benannten Zweigstelle) eingereicht werden.

Die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems werden dezentral durchgeführt. Dies funktioniert dank der sorgfältigen Vorbereitung und der effizienten Informationssysteme sehr erfolgreich und reibungslos. Das Eurosystem profitiert nach wie vor stark von den engen Kontakten, die die NZBen über Jahrzehnte zu ihren Geschäftspartnern vor Ort aufgebaut haben.

2. Sicherheiten

Gemäß Artikel 18.1 der ESZB-Satzung können die EZB und die NZBen auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie Finanzaktiva endgültig oder im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kaufen und verkaufen. Dabei sind für alle Kreditgeschäfte des Eu-

rosystems ausreichende Sicherheiten zu stellen. Diese Vorschrift soll das Eurosystem vor finanziellen Risiken schützen. Dementsprechend werden alle liquiditätszuführenden Operationen des Eurosystems durch Sicherheiten unterlegt, die die Geschäftspartner zur Verfügung stellen.

Um das Eurosystem gegen Verluste aus geldpolitischen Transaktionen abzusichern, die Gleichbehandlung der Geschäftspartner zu gewährleisten und die Geschäftsabwicklung effizienter zu gestalten, müssen die der Deckung dienenden Sicherheiten bestimmte Voraussetzungen erfüllen, damit sie für die geldpolitischen Operationen des Eurosystems geeignet sind. Um dem Grundsatz der Gleichbehandlung Rechnung zu tragen, akzeptiert das Eurosystem als Sicherheiten Schuldinstrumente, die von privaten oder auch öffentlichen Schuldnern begeben wurden.

Wegen der unterschiedlichen Finanzstrukturen in den Mitgliedstaaten wird – im Wesentlichen für interne Zwecke des Eurosystems – zwischen zwei Gruppen von Sicherheiten unterschieden, die für die geldpolitischen Operationen des Eurosystems verwendet werden können. Sie werden als „Kategorie-1-“ bzw. „Kategorie-2-Sicherheiten“ bezeichnet. Zur Kategorie 1 zählen marktfähige Schuldtitel, die von der EZB festgelegte, einheitliche und im gesamten Euro-Währungsraum geltende Zulassungskriterien erfüllen. Zu den Kategorie-2-Sicherheiten zählen weitere marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten, die für nationale Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung sind. Die Zulassungskriterien für diese Sicherheiten werden von den NZBen unter Berücksichtigung der von der EZB vorgeschriebenen Mindestzulassungskriterien festgelegt. Die Geschäftspartner des Eurosystems können refinanzierungsfähige Sicherheiten grenzüberschreitend nutzen, das heißt, sie können sich bei der NZB des Mitgliedstaats, in dem sie niedergelassen sind, refinanzieren und dafür in einem anderen Mitgliedstaat hinterlegte Sicherheiten verwenden. Dieser grenzüberschreitende Mechanismus stellt sicher, dass die Institute im gesamten Euroraum die gesamte Liste der EZB-Kategorie-1- und der nationalen Kategorie-2-Sicherheiten verwenden können. Schließlich unterliegen alle refinanzierungsfähigen Sicherheiten bestimmten Maßnahmen zur Risikokontrolle, die so festgelegt sind, dass den Marktusancen Rechnung getragen wird.

**Zinskorridor
abgesteckt
durch ständige
Fazilitäten**

Durch die Festsetzung der Zinssätze für die ständigen Fazilitäten bestimmt der EZB-Rat den Korridor, innerhalb dessen der Tagesgeldsatz am Geldmarkt schwanken kann. Abbildung 4.1, die die Entwicklung der Schlüsselzinssätze der EZB seit Januar 1999 zeigt, lässt auch erkennen, dass die Zinssätze für die ständigen Fazilitäten eine Ober- und Untergrenze des Tagesgeldsatzes (EONIA) bilden.⁸

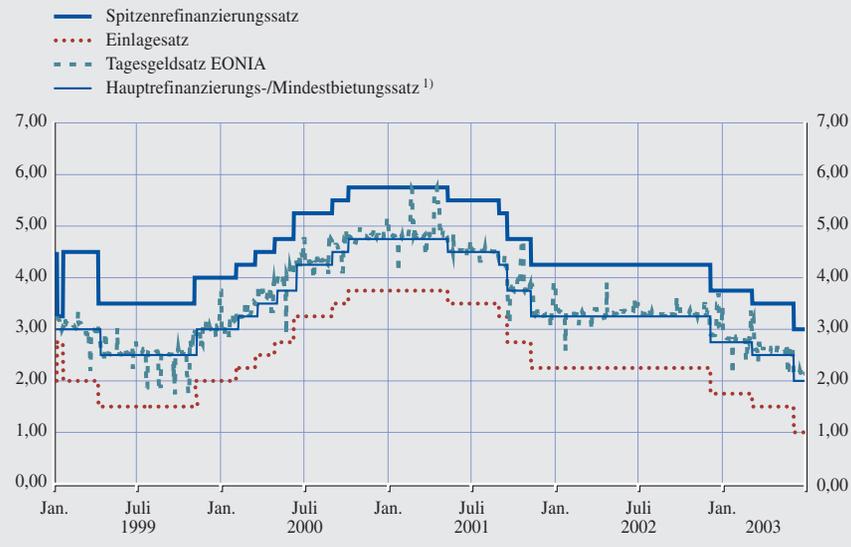
Wie aus Abbildung 4.1 ersichtlich ist, liegt der EONIA in der Regel in der Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes, was die große Bedeutung dieser Geschäfte als Hauptinstrument der Geldpolitik des Eurosystems unterstreicht. Aus der Abbildung ist außerdem zu erkennen, dass der EONIA gelegentliche Ausschläge aufweist. Diese beiden Merkmale des EONIA hängen mit dem Mindestreservesystem des Eurosys-

**EONIA, die
Schlüsselzinssätze der
EZB und das
Mindestreservesystem**

⁸ Der durchschnittliche Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) wird vom europäischen Bankenverband veröffentlicht. Er ist der gewichtete Durchschnitt aller unbesicherten Übernachtskredite der geldmarktaktivsten Banken.

Abbildung 4.1 EZB-Schlüsselzinssätze und Tagesgeldsatz EONIA

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB

1) Vor dem 28. Juni 2000 wurden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender durchgeführt. Beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abgewickelten Geschäft wurden sie als Zinstender mit einem vorab bekannt gegebenen Mindestbietungssatz ausgeschrieben. Der Mindestbietungssatz ist der Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können (siehe Abschnitt 4.4)

tems zusammen, wie in Abschnitt 4.3 näher ausgeführt wird. Schließlich zeigt Abbildung 4.1, dass die Differenzen zwischen den Sätzen für die ständigen Fazilitäten und dem Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte von April 1999 bis Juni 2003 unverändert gehalten wurden (± 1 Prozentpunkt).⁹

4.3 MINDESTRESERVEN

Mindestreserve-Soll und Mindestreservebasis

Grundzüge des Mindestreservesystems

Die EZB verlangt von Kreditinstituten, auf Girokonten bei den NZBen Pflichteinlagen zu unterhalten: Diese

werden als „Mindestreserven“ oder „Mindestreserve-Soll“ bezeichnet.¹⁰ Die Höhe der von jedem Institut zu unterhaltenden Mindestreserven richtet sich nach seiner Mindestreservebasis. Diese ist in Relation zu bestimmten Bilanzposten definiert. In Tabelle 4.2 sind die wichtigsten Verbindlichkeiten aufgeführt, die in die Mindestreservebasis einbezogen sind.¹¹

Das Mindestreserve-Soll eines Instituts wird ermittelt, indem die Mindestreservebasis mit einem Mindest-

Mindestreservesatz

⁹ Vom 4. bis 21. Januar 1999 galt übergangsweise ein enger Korridor von $\pm 0,25$ Prozentpunkten, um die Anpassung an den einheitlichen Handlungsrahmen zu erleichtern.

¹⁰ Die Rechtsgrundlage für das Mindestreservesystem des Eurosystems bildet Artikel 19 der ESZB-Satzung. Die Einzelheiten des Mindestreservesystems sind in verschiedenen Rechtsakten geregelt. Die wichtigsten Regelungen sind die Verordnung (EG) Nr. 2531/98 des Rates über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht durch die Europäische Zentralbank und die Verordnung (EG) Nr. 2818/98 der Europäischen Zentralbank über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht (EZB/1998/15) in der neuesten Fassung.

¹¹ Verbindlichkeiten gegenüber sonstigen Kreditinstituten, die in dem Verzeichnis der dem Mindestreservesystem des Eurosystems unterliegenden Institute geführt werden, sowie Verbindlichkeiten gegenüber der EZB und den NZBen werden nicht in die Mindestreservebasis einbezogen.

reservesatz multipliziert wird. Die EZB wendet einen einheitlichen positiven Reservesatz auf den überwiegenden Teil der in der Mindestreservebasis enthaltenen Bilanzposten an. Dieser Mindestreservesatz wurde zu Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion auf 2 % festgesetzt. Die meisten kurzfristigen Verbindlichkeiten in den Bilanzen der Kreditinstitute unterliegen einem positiven Mindestreservesatz. Wie aus Tabelle 4.2 ersichtlich ist, gilt jedoch weder für langfristige Verbindlichkeiten noch für Repogeschäfte ein positiver Mindestreservesatz.

Freibetrag

Die Institute können einen einheitlichen Freibetrag von ihrem Mindestreserve-Soll abziehen. Seit der Euro-Einführung liegt dieser Freibetrag bei 100 000 €. Damit sollen die Verwaltungskosten bei einem sehr geringfügigen Mindestreserve-Soll verringert werden.

Zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht müssen Kreditinstitute Guthaben auf ihren Girokonten bei den NZBen unterhalten. Dabei erlaubt das Mindestreservesystem des Eurosystems den Geschäftspartnern eine Durchschnittserfüllung der Mindestreserve; dies bedeutet, dass sich die Erfüllung der Mindestreservepflicht nach den tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthaben innerhalb einer rund einmonatigen Mindestreserve-Erfüllungsperiode bemisst.

Durchschnittserfüllung

Im Jahr 2003 beschloss der EZB-Rat, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperioden ab März 2004 am Abwicklungstag des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts beginnen, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, in der die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist (siehe Kasten 4.2), und am Tag vor dem entsprechenden Abwicklungstag im Folgemonat enden. Um die Kreditinstitute bei der Planung ihres Reservemanagements zu unter-

Mindestreserve-Erfüllungsperiode

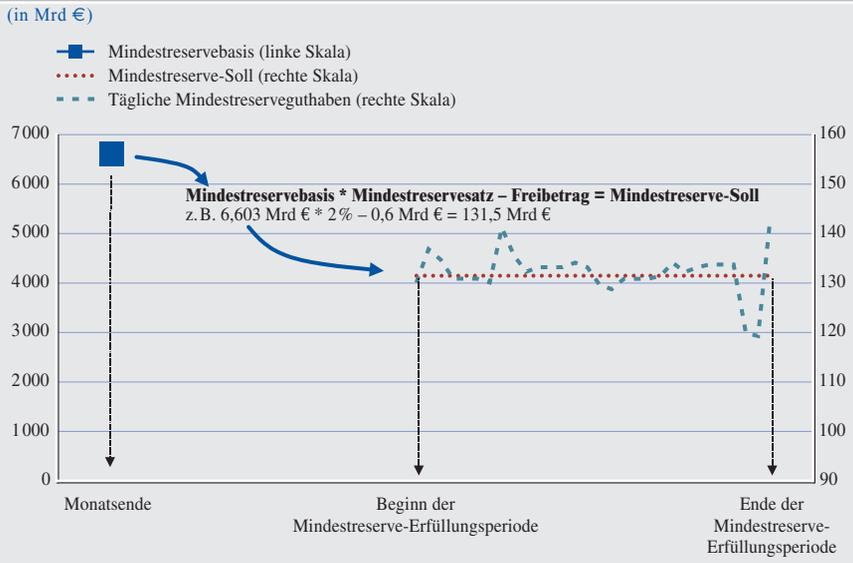
Tabelle 4.2 In die Reservebasis einbezogene Verbindlichkeiten der Kreditinstitute

(Bestände Ende Juni 2003; in Mrd €)

(A) Verbindlichkeiten mit positivem Reservesatz	
Einlagen (einschließlich täglich fälliger Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren)	6 216
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren (einschließlich Geldmarktpapieren)	412
Insgesamt (A)	6 628
(B) Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %	
Einlagen (einschließlich Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von über zwei Jahren)	1 421
Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren	2 536
Repogeschäfte	783
Insgesamt (B)	4 741
Reservebasis insgesamt (A)+(B)	11 369

Quelle: EZB.

Abbildung 4.2 Die Funktionsweise des Mindestreservesystems des Eurosystems



Quelle: EZB.

stützen, wird drei Monate vor Beginn des betreffenden Jahres – zeitgleich mit einem unverbindlichen, ein Jahr umfassenden Zeitplan für die Hauptfinanzierungsgeschäfte – ein Mindestreserveperioden-Kalender veröffentlicht.

Verzinsung der Mindestreserven

Das Eurosystem will gewährleisten, dass das Mindestreservesystem weder das Bankensystem im Eurogebiet belastet noch den effizienten Ressourceneinsatz behindert. Aus diesem Grund werden die Mindestreserveguthaben der Kreditinstitute verzinst, und zwar zum durchschnittlichen „marginalen Zuteilungssatz“ der Hauptfinanzierungsgeschäfte während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage) (siehe auch Abschnitt 4.4). Da die marginalen Zinssätze in der Regel sehr nahe bei den kurzfristigen Geldmarktzinsen liegen, werden die Mindestreserven marktnah verzinst.

Abbildung 4.2 zeigt ein Beispiel für die Berechnung des Mindestreserve-Solls des Eurosystems. Dabei wird die Mindestreservebasis der Kreditinstitute anhand ihrer Bilanzverbindlichkeiten per 31. Mai 2003 ermittelt. Das Mindestreserve-Soll für die folgende Mindestreserve-Erfüllungsperiode (die in diesem Fall am 24. Juni 2003 begann und am 23. Juli endete) wird durch Anwendung des Mindestreservesatzes von 2 % auf die jeweilige Mindestreservebasis und Abzug des Freibetrags errechnet.

Berechnung des Mindestreserve-Solls

Die dunkelblaue Linie in Abbildung 4.2 zeigt, wie sich die Bestimmungen über die Durchschnittserfüllung im Mindestreservesystem des Eurosystems auswirken. Die Mindestreserveguthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute können frei um das Mindestreserve-Soll schwanken, doch müssen die durchschnittlichen Guthaben auf den Girokonten innerhalb der gesamten Erfüllungsperiode mindes-

tens dem Reserve-Soll entsprechen. In dem Beispiel beliefen sich die Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute beim Eurosystem auf durchschnittlich 132,1 Mrd €, sodass über das Reserve-Soll von 131,5 Mrd € hinaus Überschussguthaben in Höhe von 0,6 Mrd € gehalten wurden.

Funktionen des Mindestreservesystems

Die wichtigste Funktion des Mindestreservesystems ist die Stabilisierung der Geldmarktsätze. Diese Funktion erfüllt die Durchschnittserfüllung. Sie gestattet es den Kreditinstituten, tägliche Liquiditätsschwankungen (z. B. aufgrund von Schwankungen der Nachfrage nach Banknoten) zu glätten, da vorübergehende Mindestreserve-Ungleichgewichte durch entgegengesetzte Ungleichgewichte innerhalb der gleichen Erfüllungsperiode ausgeglichen werden können.

Die Durchschnittserfüllung ermöglicht es auch, dass Institute davon profitieren können, dass sie Interbankkredite gewähren und ein Mindestreservedefizit ausweisen, wenn die kürzesten Geldmarktsätze über den für den Rest der Erfüllungsperiode erwarteten Sätzen liegen. Im umgekehrten Fall können sie Interbankkredite aufnehmen und Überschussreserven unterhalten. Theoretisch sollte diese „intertemporale Arbitrage“ dafür sorgen, dass das aktuelle und das am Ende der Erfüllungsperiode erwartete Niveau der kürzesten Geldmarktzinssätze während der gesamten Erfüllungsperiode gleich hoch sind. Dieser Mechanismus stabilisiert den Tagesgeldsatz während der Erfüllungsperiode, sodass für die Zentralbank keine Notwendigkeit besteht, häufig am Geldmarkt zu intervenieren.

Die Durchschnittserfüllung funktioniert während der Erfüllungsperiode

reibungslos. Am Ende der Erfüllungsperiode aber müssen die Banken das Mindestreserve-Soll erfüllen und können einen Liquiditätsüberschuss oder -fehlbetrag nicht mehr in die Zukunft verschieben. Dies erklärt die aus Abbildung 4.1 ersichtlichen Spitzen in der Entwicklung des EONIA gegen Ende jeder Erfüllungsperiode.

Eine zweite wichtige Funktion des Mindestreservesystems besteht darin, die strukturelle Liquiditätsknappheit im Bankensystem zu vergrößern. Wenn Kreditinstitute Mindestreserven bei den NZBen unterhalten müssen, erhöht dies die Nachfrage nach Zentralbankgeld, was wiederum der EZB die Steuerung der Geldmarktsätze über regelmäßige liquiditätszuführende Geschäfte erleichtert.

4.4 OFFENMARKTGESCHÄFTE

Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems können entsprechend ihrem Ziel, ihrer Regelmäßigkeit und den angewandten Verfahren in folgende vier Kategorien unterteilt werden: Hauptrefinanzierungsgeschäfte, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Feinststeuerungsoperationen und strukturelle Operationen (siehe Tabelle 4.1 und Kasten 4.3).

Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Wie bereits erwähnt, sind die Hauptrefinanzierungsgeschäfte die wichtigsten vom Eurosystem durchgeführten Offenmarktgeschäfte. Ihnen kommt bei der Steuerung der Zinssätze und der Liquidität am Markt sowie der Signalisierung des geldpolitischen Kurses (über den vom EZB-Rat festgesetzten Hauptrefinanzierungssatz) eine Schlüsselrolle zu. Über sie wird dem Bankensystem auch der Großteil der Liquidität bereitgestellt. Hauptrefi-

Stabilisierung
der Geldmarkt-
zinssätze

Vergrößerung
der
strukturellen
Liquiditäts-
knappheit

Vier Kategorien
von Offenmarkt-
geschäften

Funktionen
der Haupt-
refinanzierungs-
geschäfte

finanzierungsgeschäfte werden dezentral von den NZBen durchgeführt.

Häufigkeit und Laufzeit

Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind liquiditätszuführende Geschäfte. Sie werden wöchentlich durchgeführt. Im Jahr 2003 beschloss der EZB-Rat, ihre Laufzeit ab März 2004 von zwei Wochen auf eine Woche zu verkürzen (siehe Kasten 4.2).

Standard-tender

Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden über Standardtender abgewickelt. Innerhalb des Handlungsrahmens des Eurosystems sind „Standardtender“ Geschäfte, die nach einem im Voraus angekündigten Zeitplan und innerhalb von 24 Stunden von der Tenderankündigung bis zur Bestätigung des Zuteilungsergebnisses durchgeführt werden. Alle Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, können an diesen Geschäften teilnehmen. Im Prinzip sind alle im Euroraum ansässigen Kreditinstitute potenziell zugelassene Geschäftspartner des Eurosystems (siehe Kasten 4.1).

Mengen- und Zinstender

Das Eurosystem kann zwischen Festsatztendern (Mengentendern) und Tendern mit variablem Zinssatz (Zinstendern) wählen. Bei einem Mengentender gibt der EZB-Rat den Zinssatz vor, und die Geschäftspartner geben Gebote über den Betrag ab, den sie zu diesem Festsatz zu kaufen bzw. zu verkaufen bereit sind. Bei einem Zinstender geben die Geschäftspartner Gebote über den Betrag und den Zinssatz ab, zu dem sie Geschäfte mit den NZBen abschließen wollen. Der EZB-Rat kann bei Zinstendern einen Mindestbietungssatz festsetzen, um ein Signal hinsichtlich des geldpolitischen Kurses zu geben.

Bei beiden Tenderverfahren entscheidet die EZB über die Höhe der bereit-

gestellten Liquidität. Bei einem Mengentender bedeutet dies im Allgemeinen eine Pro-rata-Zuteilung der individuellen Bankgebote, die vom Verhältnis zwischen dem Gesamtbietungsaufkommen und dem gesamten Zuteilungsbetrag abhängt. Bei einem Zinstender werden die Gebote mit den höchsten Zinssätzen zuerst zugeteilt, gefolgt von den Geboten mit den sukzessive niedrigeren Zinssätzen, bis der gesamte Zuteilungsbetrag ausgeschöpft ist. Beim niedrigsten akzeptierten Zinssatz, dem „marginalen Zuteilungssatz“, werden die Gebote anteilig entsprechend dem von der EZB beschlossenen gesamten Zuteilungsbetrag zugeteilt. Der Zuteilungssatz ist gleich dem bei der jeweiligen individuellen Bietung angebotenen Zinssatz.

Von Anfang 1999 bis Juni 2000 führte das Eurosystem seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender durch. Seit dem 27. Juni 2000 werden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren abgewickelt. Der Grund für die Änderung war die massive Überbietung bei den als Mengentender ausgeschriebenen Hauptrefinanzierungsgeschäften infolge der großen und anhaltenden Differenz zwischen den Geldmarktzinssätzen und dem Festsatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zu Beginn des Jahres 2000. Dieser Abstand war weitgehend darauf zurückzuführen, dass – insbesondere im Frühjahr 2000 – am Markt weitere Anhebungen der EZB-Schlüsselzinssätze erwartet wurden. Aufgrund des Spreads zwischen den Marktzinssätzen und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB war es für die Banken sehr attraktiv, sich Gelder von der Zentralbank zu beschaffen; dies führte zu sehr hohen Geboten der

Tenderverfahren seit 1999

Kasten 4.2 Änderungen der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Mindestreserve-Erfüllungsperioden ab März 2004

Wie in Abschnitt 4.4 erwähnt, kam es in der Vergangenheit zeitweise zu Anspannungen, wenn massive Spekulationen über eine bevorstehende Zinsänderung das Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften beeinflussten. Im Frühjahr 2000, als vermehrt mit steigenden EZB-Schlüsselzinssätzen gerechnet wurde, reichten die Geschäftspartner mehrfach zunehmend exzessive Gebote für die damals als Mengentender ausgeschriebenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte ein (was zu so genannten „Überbietungen“ führte). Ähnlich bewirkte eine erwartete Senkung der EZB-Schlüsselzinssätze, dass die von den Geschäftspartnern abgegebenen Gebote insgesamt den zur Erfüllung des Reserve-Solls erforderlichen Betrag unterschritten („Unterbietung“).

Beide Probleme waren hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Laufzeit der Mindestreserve-Erfüllungsperioden – sie begannen am 24. Kalendertag eines Monats und endeten am 23. Kalendertag des Folgemonats – losgelöst von den Terminen der Sitzungen des EZB-Rats waren, in denen die Änderungen der EZB-Schlüsselzinssätze beschlossen wurden. Somit konnte es innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu Änderungen der EZB-Schlüsselzinssätze kommen. Zudem bewirkte die Laufzeit der wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die zwei Wochen betrug), dass sich zumindest das letzte Geschäft jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit der folgenden Erfüllungsperiode überschneidet. Deshalb konnte das Bietungsverhalten bei den am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäften von erwarteten Änderungen der EZB-Schlüsselzinssätze in der nächsten Mindestreserve-Erfüllungsperiode beeinflusst werden.

Deshalb hat der EZB-Rat im Jahr 2003 zwei Maßnahmen – mit Wirkung von März 2004 – beschlossen, die verhindern sollen, dass Zinsänderungsspekulationen im Verlauf einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode die Bedingungen am ganz kurzen Ende des Geldmarkts beeinflussen: (i) der Zeitpunkt des Beginns der Mindestreserve-Erfüllungsperiode wurde geändert und (ii) die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde auf eine Woche verkürzt.¹ Insbesondere wurde entschieden, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperioden ab März 2004 am Abwicklungstag des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts beginnen, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, in der die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist, und am Tag vor dem entsprechenden Abwicklungstag im Folgemonat enden. Dieser direkte Zusammenhang zwischen der Sitzung des EZB-Rats und dem Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode stellt sicher, dass im Allgemeinen nicht mit Änderungen der EZB-Schlüsselzinssätze im Verlauf einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu rechnen ist. Die Verkürzung der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte soll verhindern, dass Zinsspekulationen von einer Erfüllungsperiode in die nächste überspringen. Die beiden Maßnahmen sollen zur Stabilisierung der Bedingungen beitragen, unter denen die Kreditinstitute bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bieten.

¹ Mindestreserve-Erfüllungsperioden vor März 2004: vom 24. Kalendertag eines Monats bis zum 23. Kalendertag des Folgemonats.

Banken. Bei einem Zinstender besteht dagegen für die Banken kein Anreiz zu Überbietungen, da sie einen höheren Preis zahlen müssten, wenn sie mehr Liquidität erhalten wollten.

Ein anderes Problem trat allerdings bei Zinstendern mit einem Mindestbietungssatz auf. In einigen Fällen lag der Gesamtbetrag aller bei dem Tender eingereichten Gebote unter dem für die reibungslose Erfüllung des Mindestreserve-Solls erforderlichen Betrag („Unterbietung“). Da diese Phasen auch durch massive Zinsspekulation verursacht wurden, beschloss der EZB-Rat, seinen Handlungsrahmen mit Wirkung von März 2004 zu ändern (siehe Kasten 4.2).

Veröffentlichung des Liquiditätsbedarfs

Mit der Umstellung auf Zinstender begann das Eurosystem auch, jede Woche den geschätzten Liquiditätsbedarf des Bankensystems für die Zeit bis einen Tag vor Abwicklung des nächsten Hauptrefinanzierungsgeschäfts bekannt zu geben. Die Veröffentlichung dieser Schätzung erleichtert den Geschäftspartnern die Vorbereitung ihrer Gebote für das jeweils nächste Hauptrefinanzierungsgeschäft. In Abschnitt 4.6 werden die Faktoren dargestellt, die den Liquiditätsbedarf des Bankensystems bestimmen.

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Zusätzlich zu den wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften führt das Eurosystem auch monatlich längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten durch. Mit diesen Geschäften soll dem Bankensystem längerfristige Liquidität zur Verfügung gestellt und damit verhindert werden, dass die gesamte Liquidität am Geldmarkt jede Woche

oder alle zwei Wochen umgeschlagen werden muss. Gleichzeitig sollen sie den Geschäftspartnern Zugang zu längerfristigen Finanzierungsmitteln verschaffen. Wie die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden auch diese längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte dezentral als Standardtender durchgeführt, und alle Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, können sich beteiligen (siehe Kasten 4.1).

Da es nicht als wünschenswert angesehen wurde, dass das Eurosystem die Geldmarktsätze an mehr als einer Stelle des Laufzeitenspektrums beeinflusst, wurden die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte so ausgestaltet, dass das Eurosystem bei diesen Geschäften als Preisnehmer auftritt. Um das mit den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems gesetzte Signal nicht zu verzerren, werden die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte als Zinstender mit vorgegebenen Zuteilungsvolumen ausgeschrieben. Der EZB-Rat gibt das Volumen, das in den nächsten Tendern zugeteilt werden soll, im Voraus bekannt.

Eurosystem als Preisnehmer

Von Januar 1999 bis Juni 2003 entfielen auf die längerfristigen Geschäfte im Durchschnitt 26 % der ausstehenden Offenmarktgeschäfte. In den ersten beiden Monaten des Jahres 1999 wurden die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte als Zinstender nach dem holländischen Zuteilungsverfahren durchgeführt (d. h. alle zum Zuge kommenden Gebote wurden zum selben Zinssatz zugeteilt). Ab April 1999 wurden sie als Zinstender nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren abgewickelt (d. h. die Gebote wurden zum jeweiligen Bietungssatz zugeteilt).

Bereitstellung zusätzlicher Liquidität

Feinsteueringoperationen

Das Eurosystem kann Offenmarktgeschäfte auch von Fall zu Fall, d. h. in Form von Feinsteueringoperationen, durchführen. Häufigkeit und Laufzeit solcher Geschäfte sind nicht standardisiert. Mit Feinsteueringoperationen kann Liquidität abgeschöpft oder auch zugeführt werden. Mit ihnen sollen die Liquiditätsversorgung und die Zinssätze am Geldmarkt gesteuert werden, insbesondere um die Zinswirkungen unerwarteter Liquiditätsschwankungen am Geldmarkt abzufedern. Feinsteueringoperationen sind auch wichtig zur Unterstützung eines reibungslosen Funktionierens der Märkte und zur Liquiditätsbereitstellung in extremen Ausnahmesituationen, wie dies nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 in den Vereinigten Staaten der Fall war.

Feinsteueringoperationen können als befristete Transaktionen, in Form von endgültigen Käufen bzw. Verkäufen, Devisenswapgeschäften und der Herannahme von Termineinlagen durchgeführt werden. Näheres hierzu ist Kasten 4.3 zu entnehmen. Wegen der vielen sonstigen vom Eurosystem eingesetzten Instrumente muss aber nur in sehr begrenztem Umfang auf Feinsteueringoperationen zurückgegriffen werden. Bis Ende Juni 2003 hatte das Eurosystem nur acht Feinsteueringoperationen durchgeführt, d. h. im Durchschnitt weniger als zwei pro Jahr.

Wegen ihrer Zweckbestimmung werden Feinsteueringoperationen in der Regel über Schnelltender abgewickelt. Sie werden innerhalb einer Stunde von der Tenderankündigung bis zur Bestätigung des Zuteilungsergebnisses durchgeführt. Feinsteueringopera-

tionen können auch über bilaterale Geschäfte erfolgen, bei denen das Eurosystem eine Transaktion mit einem Geschäftspartner oder nur wenigen Geschäftspartnern ohne Tenderverfahren abwickelt.

Da bei unerwarteten Marktentwicklungen möglicherweise rasch gehandelt werden muss, ist es für das Eurosystem wichtig, bei der Ausgestaltung von Feinsteueringoperationen ein hohes Maß an Flexibilität zu wahren. Feinsteueringmaßnahmen werden im Allgemeinen dezentral von den NZBen durchgeführt, doch kann der EZB-Rat in Ausnahmefällen entscheiden, dass bilaterale Feinsteueringoperationen von der EZB selbst durchgeführt werden. Aus operationalen Gründen kann nur eine begrenzte Zahl von ausgewählten Geschäftspartnern an Feinsteueringgeschäften teilnehmen.

Strukturelle Operationen

Der Handlungsrahmen gibt dem Eurosystem auch die Möglichkeit, „strukturelle Operationen“ durchzuführen. Sie würden genutzt, um die strukturelle Liquiditätsposition des Eurosystems gegenüber dem Bankensystem, d. h. die Liquidität am Markt auf längere Sicht, anzupassen. Diese Operationen könnten über befristete Transaktionen, endgültige Käufe bzw. Verkäufe oder die Emission von Schuldverschreibungen durchgeführt werden (siehe Kasten 4.3). Bis Ende Juni 2003 hatte das Eurosystem noch keine solchen Operationen zur Beeinflussung der strukturellen Liquiditätsposition des Bankensystems durchgeführt.

Grundsätzlich können strukturelle Operationen liquiditätszuführend oder liquiditätsabschöpfend sein und in

Kasten 4.3 Arten von Offenmarktgeschäften

Befristete Transaktionen sind das Hauptinstrument der Offenmarktgeschäfte des Eurosystems und können für alle Arten von liquiditätszuführenden Offenmarktgeschäften verwendet werden. Daneben stehen dem Eurosystem drei weitere Instrumente für Feinstenerungsoperationen zur Verfügung: endgültige Käufe bzw. Verkäufe, Devisenswapgeschäfte und die Hereinnahme von Termineinlagen. Schließlich kann die EZB für strukturelle Operationen Schuldverschreibungen emittieren (siehe Tabelle 4.1).

1. Befristete Transaktionen

Als befristete Transaktionen werden Geschäfte bezeichnet, bei denen das Eurosystem refinanzierungsfähige Sicherheiten im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kauft oder verkauft (Pensionsgeschäfte) oder Kreditgeschäfte gegen Hereinnahme refinanzierungsfähiger Sicherheiten durchführt. Befristete Transaktionen kommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften und bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften zum Einsatz. Darüber hinaus kann sich das Eurosystem für strukturelle Operationen und Feinstenerungsoperationen befristeter Transaktionen bedienen.

Bei einer befristeten Transaktion in Form eines Pensionsgeschäfts (Repogeschäfts) entspricht die Differenz zwischen dem Kauf- und dem Rückkaufspreis den Zinsen, die über die Laufzeit des Geschäfts für den aufgenommenen oder bereitgestellten Betrag anfallen, das heißt, der Rückkaufspreis schließt die zu zahlenden Zinsen ein. Bei einer befristeten Transaktion in Form eines besicherten Kredits werden die Zinsen anhand des festgesetzten Zinssatzes, des ausstehenden Kreditbetrags und der Laufzeit des Geschäfts berechnet.

2. Endgültige Käufe bzw. Verkäufe

Als endgültige Offenmarkttransaktionen werden Geschäfte bezeichnet, bei denen das Eurosystem refinanzierungsfähige Sicherheiten endgültig am Markt kauft oder verkauft. Endgültige Käufe bzw. Verkäufe am offenen Markt stehen nur für die Beeinflussung der strukturellen Liquidität und zur Feinstenerung zur Verfügung.

3. Devisenswaps

Bei Devisenswapgeschäften, die aus geldpolitischen Gründen getätigt werden, handelt es sich um die gleichzeitige Durchführung einer Kassa- und einer Termintransaktion in Euro gegen Fremdwährung. Sie werden zur Feinstenerung eingesetzt und dienen hauptsächlich zur Steuerung der Liquiditätsversorgung und der Zinssätze am Markt.

4. Hereinnahme von Termineinlagen

Das Eurosystem kann den Geschäftspartnern die Hereinnahme verzinslicher Termineinlagen bei der NZB des Mitgliedstaats anbieten, in dem sich die Niederlassung des Geschäftspartners befindet. Termineinlagen sollen nur zur Feinstenerung eingesetzt werden, um Liquidität am Markt abzuschöpfen.

5. Emission von EZB-Schuldverschreibungen

Die EZB kann Schuldverschreibungen mit dem Ziel emittieren, die strukturelle Position des Eurosystems gegenüber dem Finanzsektor so zu beeinflussen, dass am Markt ein Liquiditätsbedarf herbeigeführt oder vergrößert wird.

regelmäßigen oder unregelmäßigen Abständen erfolgen. Sie könnten über Standardtender abgewickelt werden. Ihre Laufzeit wäre nicht standardisiert. Strukturelle Operationen könnten dezentral durchgeführt werden, und alle Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, könnten sich daran beteiligen.

4.5 STÄNDIGE FAZILITÄTEN

Wie bereits erwähnt, setzt das Eurosystem die Geldpolitik auch durch die Festsetzung von Zinssätzen für seine ständigen Fazilitäten um. Die ständigen Fazilitäten dienen dazu, Übernachtsliquidität auf Initiative der Geschäftspartner bereitzustellen oder abzuschöpfen. Zugelassene Geschäftspartner können zwei ständige Fazilitäten in Anspruch nehmen: die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität. Für die Banken

besteht wenig Anreiz, ständige Fazilitäten in Anspruch zu nehmen, weil die dafür geltenden Zinssätze in der Regel ungünstiger als die Marktzinssätze sind.

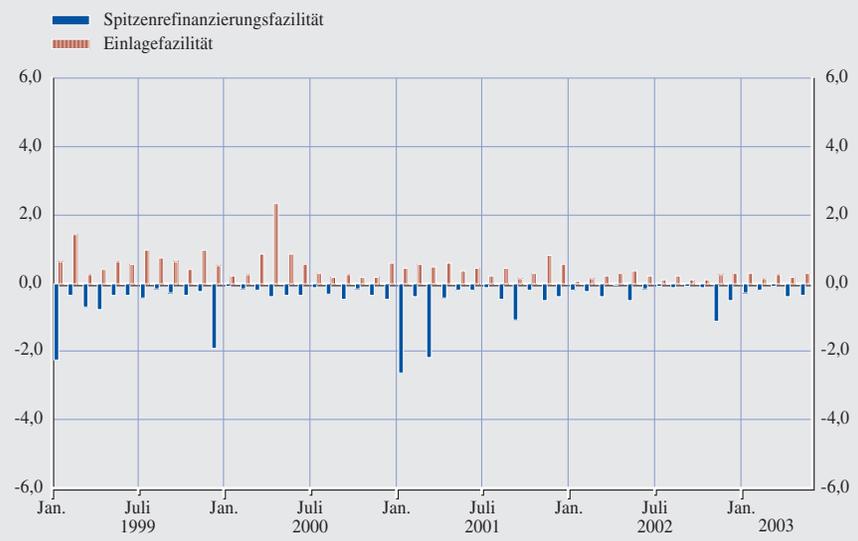
Abbildung 4.3 zeigt die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten von Januar 1999 bis Juni 2003. Sie lag zumeist unter 1 Mrd €, woraus deutlich wird, dass diese Fazilitäten nur dazu dienen, Liquidität in Ausnahmefällen bereitzustellen bzw. zu absorbieren. Die Einführung des Euro zu Beginn des Jahres 1999 und die Jahrtausendwende waren Beispiele für solche Ausnahmesituationen und erklären die relativ hohe Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in den im Februar 1999¹² bzw. Januar 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperioden.

... wichtig in Ausnahmefällen ...

Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität sind ...

Abbildung 4.3 Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten von Januar 1999 bis Juni 2003

(in Mrd €; Periodendurchschnitte errechnet aus Tageswerten)

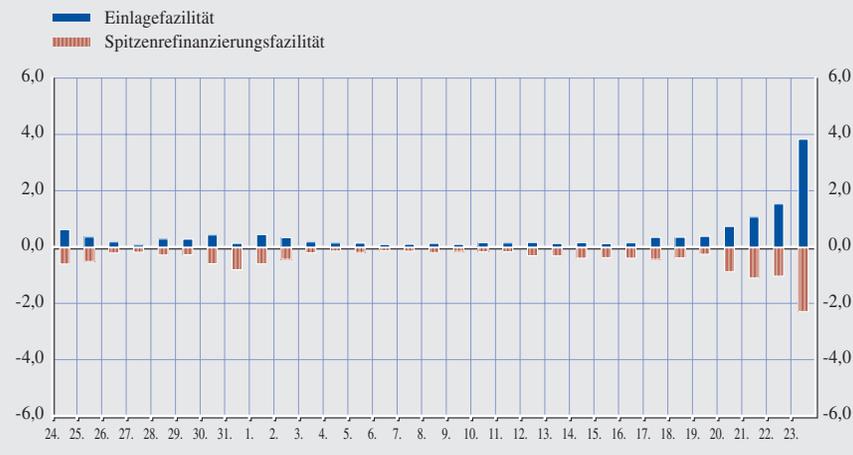


Quelle: EZB.

¹² Die erste Mindestreserve-Erfüllungsperiode war länger als üblich: Sie begann am 1. Januar 1999 und endete am 23. Februar 1999

Abbildung 4.4 Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(in Mrd €; Durchschnitte errechnet aus Tageswerten von Februar 1999 bis Juni 2003)



Quelle: EZB.

...und am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Abbildung 4.4 zeigt den typischen Verlauf der Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Wie aus der Abbildung zu ersehen ist, ist die Inanspruchnahme am Ende der Erfüllungsperiode am höchsten. Dies hängt mit der im Mindestreservesystem vorgesehenen Durchschnittserfüllung zusammen, die es Kreditinstituten gestattet, tägliche Liquiditätsdefizite und -überschüsse auszuweisen und die Mindestreservepflicht entweder im Voraus oder erst am Ende der Erfüllungsperiode zu erfüllen. Das Mindestreserve-Soll muss – wie bereits erwähnt – lediglich am letzten Tag der Erfüllungsperiode, wenn Unterschreitungen des Solls oder Überschüsse nicht mehr durch gegenläufige Ungleichgewichte in der gleichen Erfüllungsperiode ausgeglichen werden können, abschließend erfüllt werden.

4.6 ZENTRALBANKLIQUIDITÄT UND DER LIQUIDITÄTSBEDARF DES BANKSYSTEMS

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der Handlungsrahmen das Instrumentarium und die Verfahren umfasst, die eine Zentralbank einsetzt, um die Zinssätze und die Liquidität am Geldmarkt zu steuern und Signale hinsichtlich der geldpolitischen Absichten durch die vom EZB-Rat festgesetzten Schlüsselzinssätze zu geben. Das Bankensystem des Euroraums weist – wegen seines Banknotenbedarfs und insbesondere der Verpflichtung zur Erfüllung der Mindestreservepflicht – insgesamt ein Liquiditätsdefizit auf und ist auf die Refinanzierung durch das Eurosystem angewiesen. In diesem Umfeld fungiert das Eurosystem als Liquiditätsanbieter und kann somit die Geldmarktzinssätze steuern und geldpolitische Impulse im gesamten Eurogebiet weiterleiten.

Eurosystem als Bereitsteller von Liquidität

Die Wechselbeziehung zwischen dem Eurosystem und dem Bankensystem lässt sich mithilfe der konsolidierten Bilanz des Eurosystems veranschaulichen. In Tabelle 4.3 wird eine vereinfachte standardisierte Zentralbankbilanz vorgestellt.

Aktiva Auf der Aktivseite finden sich im Wesentlichen drei liquiditätszuführende Bilanzposten: „Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“, „Spitzenrefinanzierungsfazilität“ und „Nettoposition in Fremdwährung“. Unter Refinanzierungsgeschäften mit Kreditinstituten ist der ausstehende Betrag liquiditätszuführender Offenmarktgeschäfte ausgewiesen. Beim Eurosystem umfassen diese Geschäfte stets die Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte. Auch die liquiditätszuführenden Feinsteuerungsoperationen und strukturellen Operationen wür-

den unter dieser Position aufgeführt. Die Spitzenrefinanzierungsfazilität bezeichnet die Übernachtkredite der Zentralbank an Kreditinstitute, die diese Fazilität in Anspruch nehmen. Die Nettoposition in Fremdwährung enthält die Fremdwährungsforderungen der Zentralbank abzüglich etwaiger auf Fremdwährung lautender Zentralbankverbindlichkeiten.

Auf der Passivseite finden sich fünf Hauptposten, und zwar die „Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem“, die „Einlagefazilität“, der „Banknotenumlauf“, die „Einlagen der öffentlichen Haushalte“ und „sonstige Faktoren (netto)“. Die Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem bezeichnen die Guthaben der Kreditinstitute bei der Zentralbank zur Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen aus

Passiva

Tabelle 4.3 Zentralbankbilanzstruktur	
Eine standardisierte Zentralbankbilanz:	
Aktiva	Passiva
Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Reserven)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	Einlagefazilität
Nettoposition in Fremdwährung	Banknotenumlauf Einlagen der öffentlichen Haushalte Sonstige Faktoren (netto)
Kann wie folgt neu gegliedert werden:	
Liquiditätsbereitstellung durch geldpolitische Geschäfte „Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“ plus „Spitzenrefinanzierungsfazilität“ minus „Einlagefazilität“	
gleich	
Autonome Faktoren „Banknotenumlauf“ plus „Einlagen der öffentlichen Haushalte“ minus „Nettopositionen in Fremdwährung“ plus „Sonstige Faktoren (netto)“	
plus	
Reserven „Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten“	

Tabelle 4.4 Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(in Mrd €; Tagesdurchschnittsbestände vom 24. Mai bis 23. Juni 2003)

	Liquiditäts- zuführend (Aktiva)	Liquiditäts- abschöpfend (Passiva)	Netto- beitrag
Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	194,7	–	+ 194,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	–	+ 45,0
Sonstige Offenmarktgeschäfte	0,0	0,0	0,0
Ständige Fazilitäten	0,4	0,3	+ 0,1
Insgesamt (a)	240,1	0,3	+ 239,8
Die Liquidität des Bankensystems beeinflussende autonome Faktoren			
Banknotenumlauf	–	373,2	- 373,2
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	–	52,6	- 52,6
Nettoposition in Fremdwährung	331,3	–	+ 331,3
Sonstige Faktoren (netto)	–	13,2	- 13,2
Insgesamt (b)	331,3	439,0	- 107,7
Reserven = Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem			
Mindestreserve-Soll (c)			131,5
Überschussreserven (d)			0,6
Insgesamt (a)+(b), (c)+(d)			132,1

Quelle: EZB.

Interbankgeschäften und zur Erfüllung der Mindestreservepflicht (auch einfach als „Reserven“ bezeichnet). Unter der Einlagefazilität ist die gesamte Übernachtsanspruchnahme dieser ständigen Fazilität ausgewiesen. Der Posten Banknotenumlauf umfasst die von der Zentralbank auf Anforderung von Kreditinstituten in Umlauf gegebenen Banknoten. Dies ist in der Regel der größte Posten auf der Passivseite. Die Einlagen der öffentlichen Haushalte stellen die Guthaben der nationalen Schatzämter auf Girokonten bei den NZBen dar. Die sonstigen Faktoren (netto) schließlich sind ein Ausgleichsposten, der die übrigen Bilanzpositionen umfasst.

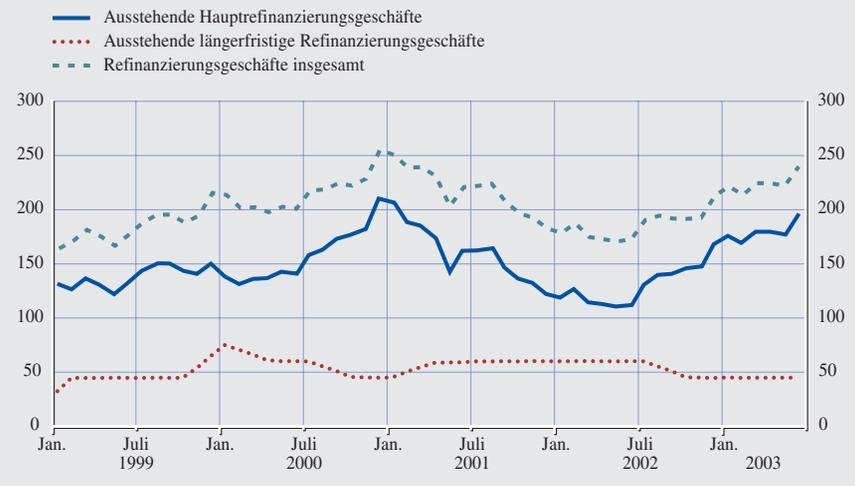
Buchhalterisch müssen die jeweiligen Beträge der gesamten Aktiva und Passiva stets übereinstimmen. Zum bes-

seren Verständnis der Funktionsweise einer Zentralbank empfiehlt es sich, die Bilanz in drei Teilbilanzen zu gliedern, wie in den unteren drei Teilen von Tabelle 4.3 gezeigt wird.

Wie aus der Tabelle ersichtlich, entspricht der Nettobetrag der Liquidität, die den Kreditinstituten von der Zentralbank tatsächlich bereitgestellt wird, der Summe von zwei Teilbilanzen. Die erste Teilbilanz setzt sich aus den „autonomen Faktoren“ zusammen (die Summe aus Banknotenumlauf plus Einlagen der öffentlichen Haushalte minus Nettoposition in Fremdwährung plus sonstige Faktoren (netto), die den Nettoeffekt der übrigen Bilanzpositionen in Bezug auf die Liquidität am Geldmarkt angibt). Diese Faktoren beeinflussen die Liquidität des Bankensystems und wer-

Abbildung 4.5 Volumen der Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte

(in Mrd €; Periodendurchschnitte errechnet aus Tageswerten)



Quelle: EZB.

den im Sprachgebrauch der Zentralbank als „autonome Faktoren“ bezeichnet, weil sie normalerweise nicht aus dem Einsatz geldpolitischer Instrumente resultieren.¹³

Die zweite Teilbilanz besteht aus den Reserven der Kreditinstitute (Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem). Die Summe aus autonomen Faktoren und Reserven entspricht der über geldpolitische Geschäfte bereitgestellten Liquidität (der Summe aus Refinanzierungsgeschäften mit Kreditinstituten und Spitzenrefinanzierungsfazilität minus Einlagefazilität).

Beitrag der wichtigsten Posten

Von dieser schematischen Analyse zur tatsächlichen Bilanz des Eurosystems wechselnd, zeigt Tabelle 4.4 den Beitrag der wichtigsten Posten zur Liquidität des Bankensystems in

der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Mai 2003 bis 23. Juni 2003. Der Großteil der Liquidität wurde über Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitgestellt. Zusätzliche Liquidität wurde über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung gestellt. Ständige Fazilitäten und sonstige Geschäfte, wie etwa Feinsteuerooperationen, haben in der Regel nur einen sehr geringen Einfluss auf die Liquidität des Bankensystems.

Der zweite Teil von Tabelle 4.4 zeigt die autonomen Faktoren. Deren liquiditätsabsorbierende Wirkung entsteht vor allem durch den Banknotenumlauf und die Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem. Der Banknotenumlauf entzieht dem Bankensystem Liquidität, weil Banknoten von der Zentralbank beschafft werden und Kreditinstitute deswegen bei der

¹³ Einige autonome Faktoren entziehen sich der Kontrolle der Währungsbehörden (Banknotenumlauf und Einlagen der öffentlichen Haushalte). Andere Faktoren, wie etwa die Nettoposition in Fremdwährung, können von den Währungsbehörden gesteuert werden. Allerdings stehen Transaktionen mit diesen Aktiva im Allgemeinen nicht im Zusammenhang mit geldpolitischen Geschäften (abgesehen von Devisenswaps; siehe Kasten 4.2).

Zentralbank Mittel aufnehmen müssen. Eine entgegengesetzte Wirkung auf die Liquidität des Bankensystems geht dagegen von der Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung aus. Käufe von Auslandsaktiva durch das Eurosystem erhöhen die Liquidität des Bankensystems und verringern den Bedarf an liquiditätszuführenden geldpolitischen Geschäften. Die Mindestreservepflicht hat eine etwa ebenso starke liquiditätsabschöpfende Wirkung wie alle autonomen Faktoren zusammengenommen. Bei der Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll handelt es sich um die „Überschussreserven“ (die im Allgemeinen mit rund 0,5 % des Mindestreserve-Solls im Euro-Währungsgebiet sehr niedrig sind).

Relative Bedeutung liquiditätszuführender Faktoren

Die Abbildungen 4.5 und 4.6 zeigen, wie sich die wichtigsten liquiditätszuführenden und liquiditätsabsorbierenden Faktoren von Januar 1999 bis Juni 2003 entwickelt haben. Abbildung 4.5 verdeutlicht, dass der überwiegende Teil der Liquidität über Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitgestellt wurde, und spiegelt damit die Schlüsselrolle dieses geldpolitischen Instruments wider. Zusätzliche Liquidität wurde über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte zur Verfügung gestellt. Wie aus Abbildung 4.5 hervorgeht, lag dieser Betrag im Berichtszeitraum zwischen 45 Mrd € und 75 Mrd €.

Relative Bedeutung liquiditätsabsorbierender Faktoren

Abbildung 4.6 zeigt die Entwicklung der beiden wesentlichen Faktoren, die im Bankensystem ein strukturelles Liquiditätsdefizit entstehen lassen. Die Mindestreservepflicht war in der Regel für mehr als die Hälfte des gesamten Liquiditätsbedarfs des Ban-

kensystems verantwortlich. Die liquiditätsabsorbierende Wirkung autonomer Faktoren insgesamt hat im Zeitverlauf stärker geschwankt. Ausschlaggebend hierfür waren insbesondere die starke Abnahme des Banknotenumschlages vor der Bargeldumstellung im Januar 2002 und der anschließende deutliche Wiederanstieg.

4.7 ERFAHRUNGEN VON JANUAR 1999 BIS JUNI 2003

Der Handlungsrahmen des Eurosystems hat sich seit Beginn des Jahres 1999 bewährt. Er hat die EZB in die Lage versetzt, die Liquidität und die kurzfristigen Zinssätze insgesamt reibungslos zu steuern, abgesehen von einigen Fällen, in denen es zu Unterbietungen bzw. Überbietungen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften kam. Die durchschnittliche Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinssätze im Euroraum blieb in den ersten Jahren der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion allerdings geringer als an anderen Geldmärkten. Dies wurde fast ohne Rückgriff auf Feinsteuermassnahmen erreicht, d. h. beinahe ausschließlich durch ein Mindestreservesystem mit Durchschnittserfüllung sowie durch wöchentliche Offenmarktgeschäfte.

Geringe Volatilität der kurzfristigen Zinssätze

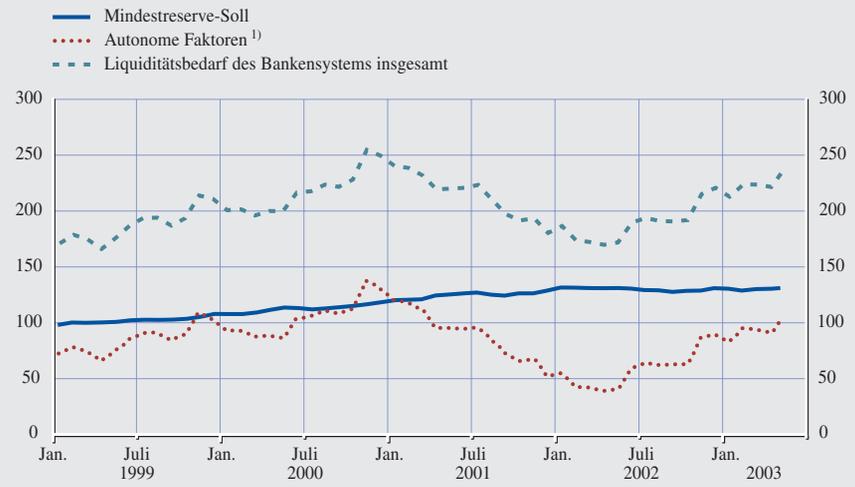
Stabile Geldmarktbedingungen verbessern die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Gesamtwirtschaft. Darüber hinaus spiegeln sie ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit hinsichtlich der operativen Fähigkeiten der Zentralbank und ihrer Fähigkeit zur Liquiditätssteuerung wider.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die bis Juni 2000 in Form von Mengentendern durchgeführt wurden, setzten klare Signale hinsichtlich des

Klare Signale hinsichtlich des geldpolitischen Kurses

Abbildung 4.6 Mindestreserve-Soll und autonome Faktoren

(in Mrd €; Periodendurchschnitte errechnet aus Tageswerten)



Quelle: EZB.

1) Die autonomen Faktoren setzen sich zusammen aus Banknotenumlauf plus Einlagen der öffentlichen Haushalte plus Sonstige Faktoren minus Nettoposition in Fremdwährung.

geldpolitischen Kurses. Gleiches gilt auch für die seit Juni 2000 durchgeführten Zinstender, bei denen ein Mindestbietungssatz vorgegeben wird. Dieses System hat gut funktioniert, wie der relativ geringe Abstand zwischen dem marginalen Zuteilungssatz und dem Mindestbietungssatz zeigt. Zudem blieb die Volatilität der kurzfristigen Geldmarktsätze so niedrig wie während der Zeit, als Mengentender durchgeführt wurden.

men der EZB bei der Bewältigung einiger außergewöhnlicher Herausforderungen (z. B. der Umstellung auf das Jahr 2000 und der Terroranschläge vom 11. September 2001) als robust und beim Eintritt unvorhergesehener Umstände als äußerst flexibel erwiesen.

Flexibler Handlungsrahmen

Schließlich kann man sagen, dass der Handlungsrahmen – wöchentliche Hauptrefinanzierungsgeschäfte und monatliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte – seinen Zweck erfüllt, nämlich zum einen den Kreditinstituten längerfristige Liquidität zur Verfügung zu stellen und zum anderen dafür zu sorgen, dass das Eurosystem flexibel genug ist, um die Liquiditätsentwicklung auf kurze Sicht hinreichend genau steuern zu können. überdies hat sich der Handlungsrah-

5 DIE DURCHFÜHRUNG DER EINHEITLICHEN GELDPOLITIK IN DEN ERSTEN JAHREN IHRES BESTEHENS

In diesem Kapitel wird erläutert, wie die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet von 1999 bis Mitte 2003 durchgeführt wurde. In diesem Zeitraum wurde der Euroraum von einer Vielzahl wirtschaftlicher Schocks erschüttert, deren Art, Ausmaß und Dauer im Zeitverlauf variierten. Vor diesem Hintergrund setzte der EZB-Rat bei seinen geldpolitischen Entscheidungen den Schwerpunkt auf die Notwendigkeit, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

5.1 EINLEITUNG

Priorität auf der mittelfristigen Gewährleistung der Preisstabilität

Seit Beginn der dritten Stufe der WWU im Jahr 1999 ist die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet durch das vorrangige Ziel geleitet worden, Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten. Bei der Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität im Euroraum hat sich der EZB-Rat stets auf den in seiner geldpolitischen Strategie festgelegten Rahmen, also auf eine umfassende Analyse sowohl der wirtschaftlichen als auch der monetären Trends im Euro-Währungsgebiet (siehe Kapitel 3), gestützt.

Änderung der Häufigkeit der EZB-Rats-sitzungen zur Beurteilung des geldpolitischen Kurses

In den ersten Jahren der Währungsunion beurteilte der EZB-Rat den geldpolitischen Kurs auf in zweiwöchigem Rhythmus abgehaltenen Sitzungen. Im November 2001 beschloss der EZB-Rat allerdings, den geldpolitischen Kurs künftig in der Regel nur noch auf seiner ersten Sitzung im Monat zu beurteilen. Der EZB-Rat gab dementsprechend bekannt, dass er Zinsentscheidungen üblicherweise auf dieser ersten Sitzung treffen werde, während er sich auf der zweiten Sitzung im Monat überwiegend mit den anderen Aufgaben und Kompetenzen der EZB und des Eurosystems befassen werde.

Insgesamt lassen sich hinsichtlich der Ausrichtung der Geldpolitik von Januar 1999 bis Juni 2003 drei unterschiedliche Phasen ausmachen (siehe Abbildung 4.1). Zu Beginn des Jahres 1999 erhöhten sich durch das Zusammenwirken mehrerer Faktoren, die bereits seit 1998 die am Euro-Währungsraum teilnehmenden Länder beeinflusst hatten, die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität im Euroraum. Als Reaktion darauf beschloss der EZB-Rat im April 1999 eine Senkung des Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 2,5 %.

Drei Phasen lassen sich unterscheiden: Die Umsetzung der dritten Stufe bis zum Sommer 1999,...

Anschließend kam es vom Sommer 1999 bis Ende 2000 zu einem allmählichen Anstieg des Inflationsdrucks infolge eines starken Wirtschaftswachstums, eines zunehmenden Preisauftriebs bei den Einfuhren aufgrund steigender Ölpreise und eines sich abschwächenden Wechselkurses, und eines starken Geldmengenwachstums. Vor diesem Hintergrund erhöhte der EZB-Rat zwischen November 1999 und Oktober 2000 schrittweise die EZB-Schlüsselszinssätze um insgesamt 225 Basispunkte.

...der Zeitraum vom Sommer 1999 bis Ende 2000...

Nachdem die Signale für die Preisentwicklung gegen Ende des Jahres 2000 noch unklar waren, bestätigten die ab Frühjahr 2001 vorliegenden Daten mehr und mehr den Eindruck

...und eine dritte Phase, die im Frühjahr 2001 einsetzte

einer allmählichen Abschwächung des Inflationsdrucks. Ausschlaggebend hierfür waren das gedämpfte Wirtschaftswachstum und der stärkere Euro-Wechselkurs vor dem Hintergrund einer deutlichen Korrektur an den Finanzmärkten und einem hohen Maß an geopolitischer Unsicherheit. Angesichts dieser Entwicklung senkte der EZB-Rat zwischen Mai 2001 und Juni 2003 schrittweise die EZB-Schlüsselzinssätze um 275 Basispunkte. Im nächsten Abschnitt werden die Herausforderungen, vor die die gemeinsame Geldpolitik in den ersten viereinhalb Jahren ihres Bestehens gestellt war, genauer erläutert.

5.2 GRUNDLEGENDE ENTWICKLUNGEN

Übertragung der geldpolitischen Verantwortung auf die EZB

Der zur dritten Stufe der WWU führende Konvergenzprozess war erfolgreich abgeschlossen, als die EZB am 1. Januar 1999 die Verantwortung für die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet übernahm. In den Ländern des

Euroraums war Preisstabilität hergestellt worden, und so konnte der EZB-Rat seine Tätigkeit zu einem Zeitpunkt aufnehmen, als sich die Zinsen bereits auf einem sehr niedrigen Niveau befanden. Der erste Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde auf 3 %, der Spitzenrefinanzierungssatz und der Einlagesatz auf 4,5 % bzw. 2 % festgelegt. Diese Zinssätze wurden am 22. Dezember 1998 nach der am 3. Dezember erfolgten koordinierten Senkung der Schlüsselzinssätze durch die nationalen Zentralbanken der Länder, die sich für die Einführung des Euro entschieden hatten, bekannt gegeben.

Im ersten Quartal 1999 verlief die Preisentwicklung weiterhin gedämpft, was hauptsächlich auf die Auswirkungen früherer positiver Angebotschocks, insbesondere im Zusammenhang mit dem Ölpreisrückgang und der Deregulierung im Dienstleistungssektor, zurückzuführen war. An-

Abwärtsrisiken für die Preisstabilität in den ersten Monaten des Jahres 1999...

Abbildung 5.1 Teuerungsrate nach dem HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

fang 1999 lag die HVPI-Teuerungsrate bei unter 1 % (siehe Abbildung 5.1). In diesem Umfeld mit niedrigen Inflationsraten entwickelten sich Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum. Diese lagen in der schwächeren Auslandsnachfrage infolge der Asienkrise Ende 1997 und dem Vertrauensverlust aufgrund der Finanzmarkturbulenzen nach der Russlandkrise im Sommer 1998 begründet. Es wurde somit immer deutlicher, dass die Risiken für die mittelfristige Preisstabilität nach unten gerichtet waren. Zur gleichen Zeit deuteten einige Indikatoren jedoch in die Gegenrichtung. Trotz nachlassender Konjunktur war das Verbrauchervertrauen nach wie vor relativ hoch. Darüber hinaus waren seit Mitte Februar steigende Ölpreise zu verzeichnen, und der effektive Wechselkurs des Euro bewegte sich in den ersten Monaten des Jahres leicht nach unten (siehe Abbildung 5.2). Die Kreditvergabe an den privaten Sektor schließlich wuchs im gleichen Zeit-

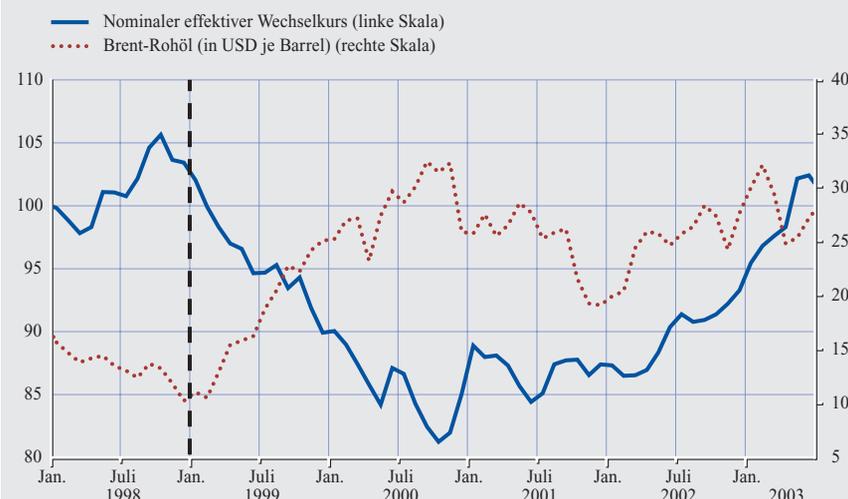
raum mit einer Jahresrate von rund 10 % (siehe Abbildung 5.3), und das Wachstum der Geldmenge M3 lag ebenfalls deutlich über dem Referenzwert der EZB von 4 ½ % (siehe Abbildung 5.4). Dennoch war man zu diesem Zeitpunkt nicht der Auffassung, dass die monetäre Entwicklung ein Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität in sich barg, unter anderem weil die Abweichungen vom Referenzwert weder erheblich noch von langer Dauer waren.

Angesichts dieser Überlegungen beschloss der EZB-Rat am 8. April 1999 eine Herabsetzung des Hauptrefinanzierungssatzes um 50 Basispunkte auf 2,5 %. Gleichzeitig senkte der EZB-Rat den Spitzenrefinanzierungssatz auf 3,5 % und den Zinssatz für die Einlagefazilität auf 1,5 %. Diese Beschlüsse wurden als eine angemessene Vorsorgemaßnahme zur Sicherung der mittelfristigen Preisstabilität angesehen.

Die EZB-Schlüsselzinssätze wurden im April 1999 gesenkt

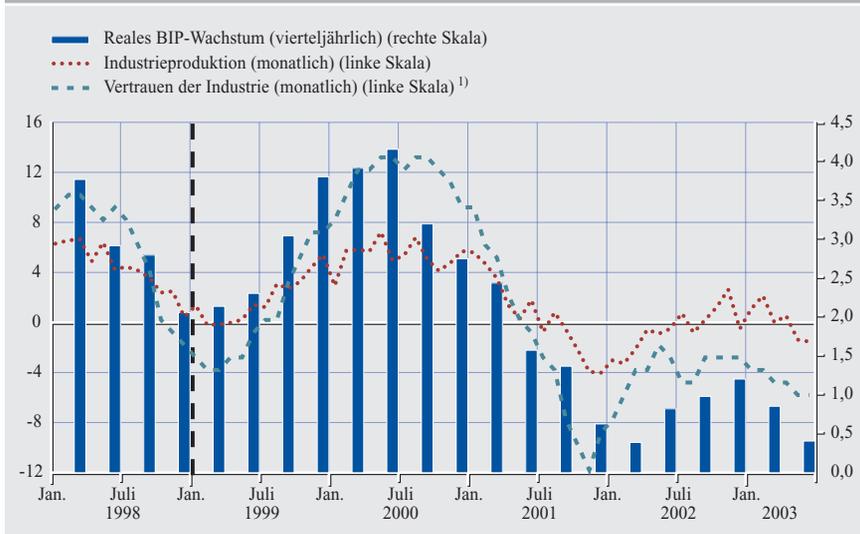
Abbildung 5.2 Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro und Ölpreise

(Monatsdurchschnitte; Index: 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB und Reuters.

Abbildung 5.5 Reales BIP, Industrieproduktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Eurostat und Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.
1) Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.

..., die Importpreise verstärkten den Preisauftrieb, ...

In diesem Zusammenhang schlug sich die Entwicklung bei den Einfuhrpreisen in einem zunehmenden Preisdruck im Eurogebiet nieder. Ereignisse sowohl auf der Angebotsseite als auch auf der Nachfrageseite des Ölmarktes führten zu einem stetigen Anstieg der Ölpreise von Mitte 1999 bis Ende 2000, während sich der Euro-Wechselkurs erheblich abschwächte. Infolgedessen bewegte sich die Jahresteuerrate gemessen am HVPI im Euro-Währungsgebiet in diesem Zeitraum schrittweise nach oben und erreichte ein Niveau von über 2 %, der Obergrenze der EZB-Definition von Preisstabilität. In diesem Zeitraum verharrten die Messgrößen der HVPI-Inflation ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie trotz eines recht kräftigen Wirtschaftswachstums auf einem relativ niedrigen Niveau. Es gab allerdings eine zunehmende Besorgnis darüber, dass der von den Einfuhrpreisen ausgehende Inflationsdruck über das Lohn- und Preisset-

zungsverhalten zu Sekundäreffekten und dadurch in der breiten Öffentlichkeit zu einem Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen führen könnte (siehe Abbildung 5.6).

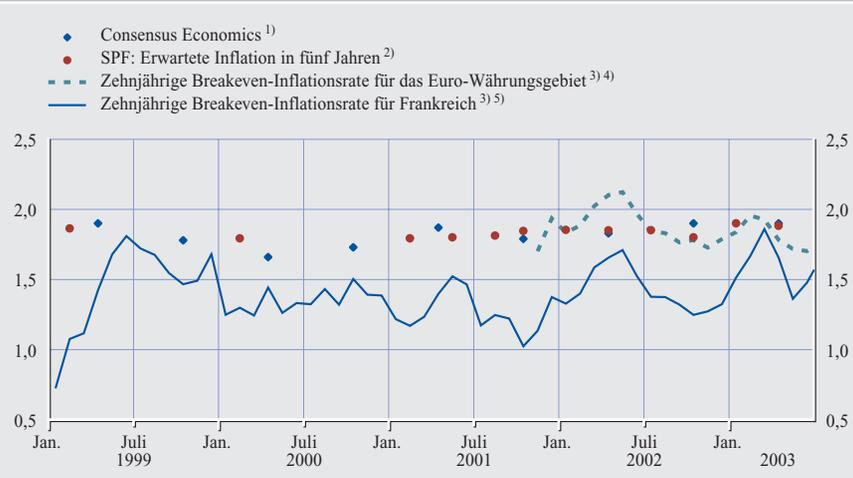
Ein weiterer Grund zur Besorgnis war die Tatsache, dass sich das jährliche Geldmengenwachstum Ende 1999 und Anfang 2000 weiter stark beschleunigte und letztlich ein Niveau von über 6 % erreichte. Die anhaltende Expansion der Geldmenge deutete darauf hin, dass nach und nach reichlich Liquidität angehäuft worden war. Darüber hinaus schwankte das Jahreswachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin um eine Rate von 10 %.

Vor diesem Hintergrund erhöhte der EZB-Rat die Schlüsselzinssätze der EZB zwischen November 1999 und Oktober 2000 in mehreren Schritten um insgesamt 225 Basispunkte. Ende 2000 lag der Mindestbietungssatz für

... und die Geldmengenexpansion verfestigte sich, ...

... was zur schrittweisen Erhöhung der EZB-Schlüsselzinssätze führte

Abbildung 5.6 Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Französisches Schatzamt, Reuters, Consensus Economics und EZB.

- 1) Von Consensus Economics Inc. veröffentlichte Umfrage unter bedeutenden Finanz- und Wirtschaftsprognostikern. Diese Messgröße für die langfristigen Inflationserwartungen bezieht sich auf die für die nächsten sechs bis zehn Jahre erwartete jährliche Teuerungsrate.
- 2) Der von der EZB unter Verwendung verschiedener Variablen mit unterschiedlichen Zeithorizonten durchgeführte Survey of Professional Forecasters. Bei den Umfrageteilnehmern handelt es sich um Fachleute aus in der Europäischen Union ansässigen Institutionen.
- 3) Die Breakeven-Inflationsrate spiegelt den Durchschnittswert der Inflationserwartungen über die Laufzeit der indexgebundenen Anleihe wider. Sie wird errechnet als Differenz zwischen der nominalen Rendite einer Standardanleihe und der realen Rendite einer inflationsindexierten Anleihe, wobei beide Anleihen denselben Emittenten und eine ähnliche Laufzeit haben.
- 4) Französische Staatsanleihen, gebunden an den französischen Verbraucherpreisindex ohne Tabakwaren.
- 5) Französische Staatsanleihen, gebunden an den HVPI für das Euro-Währungsgebiet ohne Tabakwaren.

die Hauptrefinanzierungsgeschäfte¹⁴ bei 4,75 %, und die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität betragen 3,75 % bzw. 5,75 %.

Intervention an den Devisenmärkten im Herbst 2000

Der Euro-Wechselkurs, der seit Ende 1998 kontinuierlich zurückgegangen war, stand immer weniger im Einklang mit den soliden Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets. Diese Entwicklung barg das Risiko erheblicher Verzerrungen mit negativen Folgen für die Weltwirtschaft und die Preisstabilität im Euroraum. Am 22. September 2000 traten daher auf G-7-Ebene die Zentralbanken der Vereinigten Staaten,

Japans, des Vereinigten Königreichs und Kanadas auf Initiative der EZB der Abwertung des Euro in Form einer konzertierten Intervention an den Devisenmärkten entgegen. Die EZB intervenierte Anfang November erneut. Im Anschluss an diese Interventionen kam der Abwärtstrend des Euro-Wechselkurses Ende 2000 zum Stehen.

Die Jahresteuersatzrate nach dem HVPI erhöhte sich Anfang 2001 weiter, was hauptsächlich im Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel infolge von Tierkrankheiten begründet lag, und erreichte im Mai mit

HVPI-Inflation nahm Anfang 2001 weiter zu

¹⁴ Im Juni 2000 ging die EZB bei ihren Hauptrefinanzierungsgeschäften vom Mengentenderverfahren zu Zinstendern mit einem Mindestbietungssatz über.

3,4 % ihren Höchststand (der später auf 3,1% nach unten korrigiert wurde). Zur gleichen Zeit beschleunigte sich das Lohnwachstum und trug so zur höheren HVPI-Inflation ohne die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie bei.

Erste Anzeichen von Konjunkturschwäche Ende 2000 und 2001, ...

Dieser kurzfristige Preisauftrieb stand etwas in Widerspruch zu der realwirtschaftlichen Entwicklung, da die Weltwirtschaft bereits Ende 2000 eine gewisse Schwäche erkennen ließ. Die ersten Anzeichen für eine konjunkturelle Verlangsamung in den Vereinigten Staaten, die nach dem starken Kursverfall am Aktienmarkt verglichen mit den Höchstständen von Anfang 2000 deutlich wurden, und eine Verschlechterung der Situation in Japan führten zu einer erhöhten Unsicherheit in Bezug auf die weltweiten Wachstumsaussichten.

...wovon auch der Euroraum betroffen war, ...

Auch im Euroraum deutete sich Anfang 2001 eine Konjunkturabschwächung an. Die Ende 2000 und Anfang 2001 verfügbaren Prognosen sagten ein allmähliches Absinken des realen BIP-Wachstums im Euroraum auf ein Niveau voraus, das im weiteren Verlauf des Jahres 2001 weitgehend im Einklang mit dem trendmäßigen Potenzialwachstum stehen würde. Darüber hinaus wurde das Risiko, dass der Rückgang stärker ausfallen könnte, als laut den Prognosen zu erwarten war, angesichts der sich eintrübenden internationalen Konjunkturaussichten immer größer.

... und das Wachstum der Geldmenge ging ebenfalls zurück

Das Wachstum der Geldmenge M3 verlangsamte sich zu Beginn des Jahres 2001 weiter und blieb infolge des deutlich geringeren Anstiegs ihrer liquiden Komponenten (die im eng gefassten Geldmengenaggregat M1 enthalten sind) unter dem Referenz-

wert, was dem Einfluss der Erhöhung der EZB-Schlüsselzinssätze seit November 1999 zuzuschreiben gewesen sein dürfte. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an den privaten Sektor hat sich seit Anfang des Jahres 2001 ebenfalls verlangsamt.

Insgesamt signalisierten sowohl die monetäre Entwicklung als auch die schlechteren Konjunkturaussichten einen niedrigeren Inflationsdruck. Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat am 10. Mai und erneut am 30. August 2001 eine Senkung der EZB-Schlüsselzinssätze um jeweils 25 Basispunkte.

Die Terroranschläge am 11. September 2001 in den Vereinigten Staaten erhöhten die wirtschaftliche Unsicherheit und untergruben das Vertrauen und hatten somit das Potenzial, die konjunkturelle Talfahrt noch zu verstärken. Unter diesen Umständen und angesichts der Tatsache, dass sich die Konjunkturaussichten im Euroraum schon vor den Terroranschlägen verschlechtert hatten, nahm die Gefahr einer Konjunktüreintrübung zu, während gleichzeitig von einer Verringerung des Inflationsdrucks ausgegangen wurde. Im Anschluss an eine außerordentliche Sitzung, die am 17. September 2001 als Telekonferenz abgehalten wurde, senkte der EZB-Rat in Abstimmung mit einer entsprechenden Entscheidung der US-Notenbank und anderer Zentralbanken weltweit die EZB-Schlüsselzinssätze um 50 Basispunkte. Mit diesem Beschluss wurde den außergewöhnlichen Umständen auf außergewöhnliche Weise Rechnung getragen und die Überzeugung, dass eine prompte und konzentrierte Reaktion auf diesen weltweit spürbaren Schock notwendig sei, zum Ausdruck gebracht.

Der EZB-Rat senkte im Mai 2001 die EZB-Schlüsselzinssätze

Die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten erschütterten die Weltwirtschaft erheblich

Nach dem 11. September 2001 ließ der Inflationsdruck weiter nach,...

Nach den Terroranschlägen zeichnete sich für die zweite Hälfte des Jahres 2001 und für Anfang 2002 verstärkt eine weiterhin verhaltene Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet ab. Gleichzeitig nahm die Wirkung der preistreibenden Schocks, die von den Ölpreissteigerungen und der Abschwächung des Euro-Wechselkurses in den Jahren 1999 und 2000 sowie den zu Beginn des Jahres 2001 beobachteten Preiserhöhungen bei Nahrungsmitteln ausgingen, nach und nach ab.

...während die Nachfrage nach liquiden Anlageformen in Zeiten hoher Unsicherheit zunahm

Darüber hinaus war zwar ein rasches Geldmengenwachstum zu verzeichnen, was aber nicht als Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität gedeutet wurde. Offensichtlich hatte der anhaltende Kursverfall an den Aktienmärkten verglichen mit den Anfang 2000 verzeichneten Höchstständen in der Tat zahlreiche Anleger dazu bewegt, ihre Anlagen in sicherere und liquidere kurzfristige Anlageformen umzuschichten. Dieser Prozess verstetigte sich nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten im September 2001 noch, da diese die Unsicherheit an den Finanzmärkten erhöhten. Die Tatsache, dass sich das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor abschwächte, trug Ende 2001 ebenfalls dazu bei, Befürchtungen im Hinblick auf einen Preisauftrieb zu zerstreuen.

Der EZB-Rat senkte die Schlüsselzinssätze im November 2001 erneut

Angesichts dieser Entwicklungen wurden die EZB-Schlüsselzinssätze am 8. November 2001 um weitere 50 Basispunkte gesenkt. Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte lag danach bei 3,25 %, während die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität 2,25 % bzw. 4,25 % betragen.

In den ersten Monaten des Jahres 2002 ließen die Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum im Zusammenhang mit den Terroranschlägen vom 11. September offenbar nach. Einige Indikatoren wiesen auf eine konjunkturelle Belebung im Eurogebiet und der Weltwirtschaft im Allgemeinen hin. Tatsächlich wurde in den ersten Monaten des Jahres 2002 eine moderate Erholung des realen BIP-Wachstums im Euroraum festgestellt. Trotz der damals weit verbreiteten Einschätzung, dass das reale Wirtschaftswachstum im zweiten Halbjahr 2002 das Potenzialwachstum erreichen würde, blieb das Ausmaß der Konjunkturerholung jedoch nicht zuletzt wegen der anhaltenden Schwäche und der hohen Volatilität an den Aktienmärkten mit einer ungewöhnlich hohen Unsicherheit behaftet.

Die Konjunkturaussichten schienen sich Anfang 2002 aufzuhellen,...

In der zweiten Jahreshälfte 2002 verstärkten sich die Bedenken hinsichtlich der wirtschaftlichen Aussichten. Der Wirtschaftsaufschwung blieb hinter den Erwartungen zurück. Die geopolitischen Spannungen im Nahen Osten verschärfen sich, was in steigenden Ölpreisen zum Ausdruck kam. Gleichzeitig wuchs die Besorgnis in Bezug auf Verlässlichkeit von Unternehmensbilanzdaten. Zusammen mit schwächer als erwartet ausgefallenen Unternehmensgewinnen resultierte dies vor dem Hintergrund hoher Volatilität in einer fortgesetzten Belastung der Aktienkurse. Diese Faktoren führten dazu, dass die Wachstumserwartungen im Euroraum erneut nach unten revidiert wurden.

...trübten sich aber nach dem Sommer wieder ein

Im Jahr 2002 verharrte die Teuerung nach dem HVPI trotzdem deutlich über der 2%-Marke. Dies war teilweise auf die Auswirkungen der ungünstigen Witterungsverhältnisse auf

Die HVPI-Inflation blieb relativ hoch,...

die Nahrungsmittelpreise und die Ölpreiserhöhungen zurückzuführen. Von der Euro-Bargeldumstellung¹⁵ ging ebenfalls ein gewisser Preisaufrtrieb aus, insbesondere bei bestimmten Dienstleistungen, doch insgesamt war ihr Einfluss gering. Die Tatsache, dass die weniger volatilen Inflationskomponenten bei gedämpfter Wirtschaftstätigkeit auf einem relativ hohen Niveau verharrten und das nominale Lohnwachstum trotz der steigenden Arbeitslosigkeit noch immer recht kräftig war, gab Anlass zu einiger Besorgnis in Bezug auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität.

...obwohl zahlreiche Faktoren auf einen mittelfristig sinkenden Inflationsdruck hindeuteten

Die verhaltene Konjunkturentwicklung wurde allerdings verstärkt als ein Faktor betrachtet, der letztlich die potenziellen Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität begrenzen würde, da in diesem Umfeld weniger mit lohnbezogenen Risiken zu rechnen sein würde. Darüber hinaus trug auch die im Frühjahr 2002 einsetzende Aufwertung des Euro dazu bei, den Inflationsdruck zu verringern.

Geldmengenwachstum 2002 und 2003 weiterhin kräftig

Das Geldmengenwachstum war 2002 und Anfang 2003 weiterhin kräftig. Wie im Jahr 2001 war diese Entwicklung teilweise auf die hohe Volatilität an den Finanzmärkten zurückzuführen, durch die sich die Vorliebe der Anleger für kurzfristige liquide und weniger risikobehaftete Finanzanlagen verstärkte. Gleichzeitig spiegelte dies auch die relativ niedrigen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2002 wider. Angesichts der schwachen Konjunktur im Euroraum und des anhaltend niedrigen Wachstums der Kreditvergabe wurden allerdings die Infla-

tionsrisiken im Zusammenhang mit dem starken Geldmengenwachstum als gering angesehen.

Angesichts dieser Entwicklung senkte der EZB-Rat die Schlüsselzinssätze im Zeitraum von Dezember 2002 bis Juni 2003 erneut um insgesamt 125 Basispunkte. Diese Zinsbeschlüsse stellten ein gewisses Gegengewicht zu den verschiedenen Faktoren dar, die sich negativ auf die Wirtschaftstätigkeit auswirkten, und verbesserten so die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht. Durch diese Beschlüsse belief sich der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Juni 2003 auf 2 %. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden auf 3 % bzw. 1 % gesenkt.

Daher wurden die EZB-Schlüsselzinssätze auf ein sehr niedriges Niveau gesenkt

5.3 EINE BEWERTUNG DER GELDPOLITIK IN DIESEM ZEITRAUM

In den ersten Jahren ihres Bestehens musste die einheitliche Geldpolitik in einem sehr schwierigen Umfeld durchgeführt werden, wobei zahlreiche unterschiedliche Schocks die kurzfristige Preisentwicklung stark beeinflussten. Zu diesen Schocks gehörten die Verdreifachung des Ölpreises zwischen Anfang 1999 und Mitte 2000, eine deutliche Abwertung des Euro in diesem Zeitraum und der Anstieg der Nahrungsmittelpreise im Jahr 2001 aufgrund einer Reihe von Tierseuchen. In diesem von einem drohenden Preisaufrtrieb geprägten Umfeld musste die Geldpolitik unter allen Umständen verhindern, dass diese Entwicklung auf die Inflationserwartungen und die Lohn-Preis-Spirale durchschlug.

In einem schwierigen Umfeld kurzfristiger inflationärer Spannungen...

¹⁵ Zu Beginn der dritten Stufe der WWU lauteten die Banknoten und Münzen noch auf die Vorgängerwährungen des Euro. Auf Euro lautende Banknoten und Münzen wurden am 1. Januar 2002 eingeführt.

...war das Handeln der EZB von einer mittelfristigen Perspektive bestimmt, ...

Gleichzeitig musste die Geldpolitik mit der angemessenen mittelfristigen Ausrichtung auf diese Schocks reagieren, um die Volatilität der Produktionsentwicklung zu begrenzen. Diese mittelfristige Ausrichtung implizierte auch, dass die Geldpolitik kurzfristige Preisentwicklungen erkennen musste, um die längerfristige Preisentwicklung angemessen steuern zu können.

...und sie bewahrte ihre Glaubwürdigkeit

Obwohl die Inflationsrate von einer Reihe negativer Schocks beeinflusst wurde, lag die durchschnittliche Jahresrate der Inflation nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet zwischen Januar 1999 und Juni 2003 nur leicht über der 2%-Marke, die laut der EZB-Definition die Obergrenze für Preisstabilität darstellt. Gleichzeitig ist zu bemerken, dass seit Anfang des Jahres 1999 alle Indikatoren für die langfristig erwartete Inflation im Euroraum fast durchgehend bei knapp 2 % lagen. Ebenfalls sollte beachtet werden, dass die Inflationserwartungen sowohl bei steigendem als auch bei sinkendem Inflationsdruck auf diesem Niveau verharrten. Dies gilt nicht nur für die langfristigen Inflationserwartungen, die in den Umfragen unter Wirtschaftsexperten des privaten Sektors zum Ausdruck kommen, sondern auch für die langfristigen Inflationserwartungen, die sich an den Anleihekursen ablesen lassen (siehe Abbildung 5.6). Diese Entwicklung lässt darauf schließen, dass die Öffentlichkeit und die Märkte der Entschlossenheit der EZB vertrauen, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Dies sind positive Anzeichen dafür, dass es der EZB von Anfang an gelungen ist, ihre Glaubwürdigkeit zu stärken und die Öffentlichkeit und die Märkte von ihrem Bemühen, ihrer Verpflichtung zur Wahrung der mittelfristigen Preisstabilität nachzukommen, zu überzeugen.

ANHANG

GESCHICHTE – DIE DREI STUFEN DER WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION

Im Juni 1988 bestätigte der Europäische Rat das Ziel der stufenweisen Verwirklichung der Wirtschaftsunion und beauftragte einen Ausschuss unter dem Vorsitz von Jacques Delors, dem damaligen Präsidenten der Europäischen Kommission, konkrete Schritte hin zu dieser Union zu prüfen und vorzuschlagen. Mitglieder des Ausschusses waren neben den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der EG auch Alexandre Lamfalussy, der damalige Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Niels Thygesen, Professor für Wirtschaftswissenschaften in Kopenhagen und Miguel Boyer, der damalige Präsident der Banco Exterior de España. In dem von diesem Gremium vorgelegten „Delors-Bericht“ wurde vorgeschlagen, die Wirtschafts- und Währungsunion in drei aufeinander aufbauenden Stufen zu vollenden.

Die erste Stufe der WWU

Auf der Grundlage des Delors-Berichtes beschloss der Europäische Rat im Juni 1989, dass die erste Stufe der Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion am 1. Juli 1990 – dem Tag, an dem grundsätzlich alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten aufgehoben wurden – beginnen sollte. Zu diesem Zeitpunkt wurden dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, der seit seiner Einsetzung im Mai 1964 eine zunehmend wichtigere Rolle in der währungspolitischen Zusammenarbeit gespielt hatte, weitere Verantwortlichkeiten übertragen. Diese wurden in einer Ratsentscheidung vom 12. März 1990 festgelegt und umfassten die Durchführung von Konsultationen zu und die Verbesserung der Koordination zwischen den Geldpolitiken der Mitgliedstaaten mit dem Ziel, Preisstabilität zu erreichen. In Anbetracht der relativ kurzen zur Verfügung stehenden Zeit und der Komplexität der Aufgaben wurden die Vorbereitungen für die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) ebenfalls durch den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten veranlasst. In der ersten Stufe sollten alle Fragen, die einer frühzeitigen Prüfung bedurften, festgestellt, bis Ende 1993 ein Arbeitsprogramm erstellt und die Aufgaben der bereits bestehenden Unterausschüsse und Arbeitsgruppen, die zu diesem Zweck eingerichtet wurden, entsprechend festgelegt werden.

Zur Verwirklichung der zweiten und dritten Stufe musste der Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft („EWG-Vertrag“) überarbeitet werden, um die erforderliche institutionelle Struktur zu schaffen. Zu diesem Zweck wurde eine Regierungskonferenz über die WWU einberufen, die 1991 parallel zur Regierungskonferenz über die politische Union stattfand. Ergebnis der Verhandlungen war der Vertrag über die Europäische Union, der im Dezember 1991 vereinbart und am 7. Februar 1992 in Maastricht unterzeichnet wurde. Aufgrund von Verzögerungen im Ratifizierungsprozess trat der Vertrag (der den Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft änderte und zum Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft machte, und welcher unter anderem das Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank und das Protokoll über die

Satzung des Europäischen Währungsinstituts umfasst) jedoch erst am 1. November 1993 in Kraft.

Die zweite Stufe der WWU: Errichtung des EWI und der EZB

Mit der Errichtung des Europäischen Währungsinstituts (EWI) am 1. Januar 1994 begann die zweite Stufe der WWU, mit der der Ausschuss der Zentralbankpräsidenten aufgelöst wurde. Die befristete Existenz des EWI spiegelte auch den Stand der währungspolitischen Integration innerhalb der Gemeinschaft wider. Das EWI war weder für den Vollzug der Geldpolitik in der Europäischen Union verantwortlich – dies blieb den nationalen Behörden vorbehalten –, noch war es für die Durchführung von Devisenmarktinterventionen zuständig.

Die beiden Hauptaufgaben des EWI waren:

- a) die Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken und die Koordinierung der Geldpolitiken zu verstärken und
- b) die notwendigen Vorarbeiten für die Errichtung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik und die Schaffung einer einheitlichen Währung in der dritten Stufe zu leisten.

Zu diesem Zweck bot das EWI ein Forum für Konsultationen und für den Meinungs- und Informationsaustausch zu Grundsatzfragen, und es legte in regulatorischer, organisatorischer und logistischer Hinsicht den Rahmen fest, den das ESZB zur Erfüllung seiner Aufgaben in der dritten Stufe benötigte.

Im Dezember 1995 beschloss der Europäische Rat, die zu Beginn der dritten Stufe einzuführende europäische Währungseinheit „Euro“ zu nennen, und bestätigte, dass die dritte Stufe der WWU am 1. Januar 1999 beginnen würde. Die chronologische Abfolge der mit dem Übergang zum Euro verbundenen Ereignisse wurde vorab angekündigt. Die Grundlage für dieses Szenario bildeten im Wesentlichen detaillierte Vorschläge, die vom EWI ausgearbeitet worden waren. Gleichzeitig wurde dem EWI die Aufgabe übertragen, Vorarbeiten für die zukünftigen geld- und währungspolitischen Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsraum und anderen EU-Ländern zu leisten. Im Dezember 1996 legte das EWI dem Europäischen Rat seinen Bericht vor, der die Grundlage für eine im Juni 1997 verabschiedete Entschließung des Europäischen Rates über die Grundsätze und die wesentlichen Elemente des neuen Wechselkursmechanismus (WKM II) bildete.

Im Dezember 1996 präsentierte das EWI dem Europäischen Rat und anschließend der Öffentlichkeit auch die ausgewählten Gestaltungsentwürfe für die Euro-Banknoten, die am 1. Januar 2002 in Umlauf gebracht werden sollten.

Zur Vervollständigung und Konkretisierung der Vertragsbestimmungen über die WWU verabschiedete der Europäische Rat im Juni 1997 den Stabilitäts- und Wachstumspakt, zu dem zwei Verordnungen gehören und der dazu dient, die

Haushaltsdisziplin in der WWU zu sichern. Eine Erklärung des Rates vom Mai 1998 ergänzte den Pakt und verstärkte die entsprechenden Verpflichtungen.

Am 2. Mai 1998 entschied der Rat der Europäischen Union in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs einstimmig, dass elf Mitgliedstaaten (Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien) die notwendigen Voraussetzungen für die Einführung der einheitlichen Währung am 1. Januar 1999 erfüllten. Diese Länder nahmen somit an der dritten Stufe der WWU teil. Die Staats- und Regierungschefs erzielten ferner politisches Einvernehmen über die Personen, die zur Ernennung als Mitglieder des Direktoriums der Europäischen Zentralbank (EZB) empfohlen werden sollten.

Gleichzeitig vereinbarten die Finanzminister der Mitgliedstaaten, die die einheitliche Währung einführten, gemeinsam mit den Präsidenten der nationalen Zentralbanken dieser Mitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und dem EWI, die aktuellen bilateralen WKM-Leitkurse der Währungen der teilnehmenden Mitgliedstaaten zur Bestimmung der unwiderruflichen Umrechnungskurse für den Euro zu verwenden.

Am 25. Mai 1998 ernannten die Regierungen der elf teilnehmenden Mitgliedstaaten den Präsidenten, den Vizepräsidenten und die vier weiteren Mitglieder des Direktoriums der EZB. Deren Ernennung erfolgte mit Wirkung vom 1. Juni 1998 und markierte die Errichtung der EZB. Die EZB und die nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Mitgliedstaaten bilden das Eurosystem, das die einheitliche Geldpolitik in der dritten Stufe der WWU formuliert und festlegt.

Mit der Errichtung der EZB am 1. Juni 1998 hatte das EWI seine Aufgaben erfüllt. Nach Maßgabe des Artikels 123 (ex-Artikel 109I) des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft wurde das EWI mit der Errichtung der EZB aufgelöst. Alle dem EWI zugewiesenen Vorarbeiten wurden pünktlich abgeschlossen; für den Rest des Jahres 1998 nahm die EZB eine abschließende Prüfung der Systeme und Verfahren vor.

Die dritte Stufe der WWU: Unwiderrufliche Festlegung der Wechselkurse

Am 1. Januar 1999 begann die dritte und letzte Stufe der WWU mit der unwiderruflichen Festlegung der Wechselkurse der Währungen der elf ursprünglichen Währungsunionsmitglieder sowie der Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik unter der Verantwortung der EZB.

Die Zahl der teilnehmenden Mitgliedstaaten erhöhte sich am 1. Januar 2001 mit dem Beitritt Griechenlands zur dritten Stufe der WWU auf zwölf. Seit diesem Tag ist die Bank von Griechenland Teil des Eurosystems. Griechenlands Teilnahme ist das Ergebnis einer am 19. Juni 2000 getroffenen Entscheidung des EU-Rats in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs, dass Griechenland die Konvergenzkriterien erfülle.

GLOSSAR

Aktienmarkt (equity market, stock market): Markt, auf dem Aktien begeben und gehandelt werden. Eine Aktie ist der Anspruch auf einen Anteil am Eigentum eines Unternehmens. Ein wesentlicher Unterschied zwischen Aktien und Schuldtiteln liegt darin, dass Erstere vom Emittenten nicht zurückgezahlt werden müssen.

Anleihemarkt (bond market): Markt, auf dem längerfristige **Schuldverschreibungen** begeben und gehandelt werden.

Bargeldumlauf (currency in circulation): Umfasst in Umlauf befindliche Banknoten und Münzen, die als allgemeines Zahlungsmittel verwendet werden. Ab Anfang 2002 beinhaltet der Bargeldumlauf im **Euro-Währungsgebiet** die vom **Eurosystem** und von anderen **Monetären Finanzinstituten (MFIs)** ausgegebenen Banknoten sowie die von den Zentralregierungen des Euro-Währungsgebiets in **Euro** und Vorgängerwährungen herausgegebenen Münzen, obwohl der Euro in allen Euro-Ländern am 1. März 2002 zum alleinigen gesetzlichen Zahlungsmittel wurde. Seit dem 1. Januar 2003 werden die Banknoten der Vorgängerwährungen weder in Meldungen des **Eurosystems** noch zu statistischen Zwecken im Bargeldumlauf ausgewiesen. Dies gilt auch ausnahmslos für Münzen der Vorgängerwährungen. Der in **M3** enthaltene Bargeldumlauf ist eine Nettogröße, d. h., die Zahl bezieht sich nur auf die außerhalb des MFI-Sektors gehaltenen, in Umlauf befindlichen Banknoten und Münzen (also abzüglich des MFI-Kassenbestands). Außerdem enthält der Bargeldumlauf weder den Eigenbestand der Zentralbanken an Banknoten (da diese nicht im Umlauf sind) noch Sammlermünzen (die üblicherweise nicht als Zahlungsmittel verwendet werden).

Befristete Transaktion (reverse transaction): Geschäft, bei dem die Zentralbank Vermögenswerte gemäß einer **Rückkaufsvereinbarung** kauft oder verkauft oder Kredite gegen Überlassung von **Sicherheiten** gewährt.

Buchkredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (loans to euro area residents): Von **Monetären Finanzinstituten (MFIs)** vergebene Kredite, die weder durch handelbare Papiere noch durch ein einziges Dokument (wenn dieses handelbar geworden ist) verbrieft sind. Diese Beschreibung beinhaltet Buchkredite an **private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften** und an **öffentliche Haushalte**. Bei den Buchkrediten an private Haushalte kann zwischen Konsumentenkrediten (Buchkredite, die zur persönlichen Verwendung für den Konsum von Waren und Dienstleistungen gewährt werden), Wohnungsbaukrediten (Kredite, die für Investitionen in Wohnraum – einschließlich Wohnungsbau und -modernisierung – gewährt werden) und sonstigen Krediten (Kredite zur Schuldenkonsolidierung, Ausbildungsfinanzierung usw.) unterschieden werden (siehe auch **Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet**).

Defizitquote (deficit ratio): Eines der in Artikel 104 Absatz 2 des **EG-Vertrags** festgelegten fiskalpolitischen Kriterien, die zur Definition eines übermäßigen Defizits herangezogen werden. Sie ist als „Verhältnis zwischen dem geplanten

oder tatsächlichen öffentlichen Defizit und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen“ definiert, wobei „öffentliches Defizit“ wie in Protokoll Nr. 20 über das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** als „Finanzierungsdefizit des Staatssektors“ definiert wird.

Deflation (deflation): Rückgang des allgemeinen Preisniveaus, z. B. gemessen am Verbraucherpreisindex.

Derivatemarkt (derivatives market): Markt, auf dem Finanzinstrumente gegeben und gehandelt werden, deren Wert durch die ihnen zugrunde liegenden Wertpapierpreise, Zinssätze, Wechselkurse, Marktindizes oder Rohstoffpreise bestimmt wird. Die wichtigsten derivativen Finanzinstrumente sind **Terminkontrakte**, **Optionen**, **Swaps** und **Zinsterminkontrakte**.

Devisenswap (foreign exchange swap): Gleichzeitige Durchführung eines Kassa- und eines Termingeschäfts in einer Währung gegen eine andere. Das **Eurosystem** kann **Offenmarktgeschäfte** in Form von Devisenswapgeschäften durchführen, bei denen die nationalen Zentralbanken (oder die **Europäische Zentralbank (EZB)**) **Euro** gegen eine Fremdwährung per Kasse kaufen bzw. verkaufen und sie gleichzeitig per Termin wieder verkaufen bzw. kaufen.

ECOFIN-Rat (ECOFIN Council): Siehe **EU-Rat**.

ECU (Europäische Währungseinheit) (ECU – European Currency Unit): Vor dem Beginn der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** war die ECU als Korbwährung definiert, die sich aus feststehenden Beträgen von 12 der 15 Währungen der **EU-Mitgliedstaaten** zusammensetzte. Der Wert der ECU errechnete sich als gewichteter Durchschnitt der Werte der in ihr enthaltenen Währungen. Am 1. Januar 1999 wurde die ECU im Verhältnis 1:1 durch den **Euro** ersetzt.

Effektiver (nominaler/realer) Wechselkurs (effective (nominal/real) exchange rate – EER): Nominale effektive Wechselkurse beruhen auf dem gewichteten geometrischen Mittel ausgewählter bilateraler Wechselkurse. Reale effektive Wechselkurse sind nominale effektive Wechselkurse, die mit einem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen bzw. Kosten deflationiert sind. Damit sind sie ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit. Die **Europäische Zentralbank (EZB)** berechnet nominale effektive Wechselkursindizes für den **Euro** gegenüber den Währungen eines weit gefassten Kreises von Handelspartnern des **Euro-Währungsgebiets**. Seit Januar 2001 besteht der eng gefasste Kreis aus 12 Industrieländern bzw. erst seit kurzem zu dieser Kategorie zählenden Ländern („newly industrialised countries“), während der weit gefasste Kreis 38 Handelspartner umfasst. Die Indizes der realen effektiven Wechselkurse des Euro werden auf Basis verschiedener Preis- und Kostenindikatoren berechnet.

EG-Vertrag (Treaty): Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, der am 25. März 1957 in Rom unterzeichnet wurde und am 1. Januar 1958 in

Kraft trat. Mit diesem Vertrag, der oft als „Vertrag von Rom“ bezeichnet wird, wurde die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG), heute als Europäische Gemeinschaft (EG) bezeichnet, gegründet. Der Vertrag über die Europäische Union (EU-Vertrag) wurde am 7. Februar 1992 in Maastricht unterzeichnet („Vertrag von Maastricht“) und trat am 1. November 1993 in Kraft. Er änderte den EG-Vertrag und begründete die Europäische Union. Der EG-Vertrag und der EU-Vertrag wurden durch den „Vertrag von Amsterdam“, der am 2. Oktober 1997 in Amsterdam unterzeichnet wurde und am 1. Mai 1999 in Kraft trat, geändert. Eine weitere Abänderung des EG-Vertrags und des EU-Vertrags erfolgte mit Ratifizierung und In-Kraft-Treten des „Vertrags von Nizza“, mit dem die Regierungskonferenz 2000 schloss und der am 26. Februar 2001 unterzeichnet wurde und am 1. Februar 2003 in Kraft trat.

Einlagefazilität (deposit facility): **Ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die den **Geschäftspartnern** die Möglichkeit bietet, **täglich fällige Einlagen** zu einem vorher festgesetzten Zinssatz bei einer nationalen Zentralbank anzulegen (siehe **Schlüsselzinssätze der EZB**).

Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (deposits redeemable at notice): Spareinlagen, über die der Einleger erst nach Kündigung und Ablauf der vereinbarten Kündigungsfrist verfügen kann. In manchen Fällen besteht die Möglichkeit, einen festgelegten Betrag innerhalb einer bestimmten Frist abzuheben oder gegen Zahlung eines Strafzinses vorzeitige Abhebungen zu tätigen. Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten sind in **M2** (und damit auch in **M3**) enthalten, während Einlagen mit einer längeren vereinbarten Kündigungsfrist zu den (nichtmonetären) längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gerechnet werden.

Einlagen mit vereinbarter Laufzeit (deposits with an agreed maturity): Vorwiegend Termineinlagen, über die je nach den nationalen Gepflogenheiten vor Ablauf der Bindungsfrist nur gegen Zahlung eines Strafzinses verfügt werden kann. Sie umfasst auch einige nicht marktfähige Schuldtitel, etwa nicht übertragbare Einlagenzertifikate für den Absatz an Bankkunden. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in **M2** (und damit auch in **M3**) enthalten, während Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren zu den (nichtmonetären) längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gerechnet werden.

Endgültiger Kauf bzw. Verkauf (outright transaction): Transaktion, bei der Vermögenswerte endgültig am Markt (per Kasse oder Termin) gekauft oder verkauft werden.

EONIA (Euro Overnight Index Average) (EONIA – euro overnight index average): Auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im **Euro-Interbankengeschäft**. Er wird als gewichteter Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Euro-Übernachtverträge, die von einer Gruppe bestimmter Institute im **Euro-Währungsgebiet** gemeldet werden, berechnet.

Erweiterter Rat (General Council): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Er setzt sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Zentralbankpräsidenten der **EU-Mitgliedstaaten** zusammen.

Erwerbsbeteiligung (labour force participation rate): Anteil der Erwerbspersonen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter insgesamt. Zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zählen in der Regel Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren. Die Gruppe der Erwerbspersonen umfasst sowohl Erwerbstätige als auch Arbeitslose.

EU-Erweiterung (EU enlargement): Im Jahr 2003 wurden 13 Länder in Zentral- und Osteuropa sowie im Mittelmeerraum vom **Europäischen Rat** als offizielle Kandidaten für den Beitritt zur Europäischen Union (EU) anerkannt. Folgende zehn Länder unterzeichneten den Beitrittsvertrag, um am 1. Mai 2004 der EU beizutreten: die Tschechische Republik, Estland, Zypern, Lettland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slowenien und die Slowakei. Mit zwei weiteren Ländern, Bulgarien und Rumänien, wurden im Jahr 2003 Beitrittsverhandlungen aufgenommen; als mögliches Beitrittsdatum wurde ihnen das Jahr 2007 in Aussicht gestellt. Auch die Türkei gilt als offizieller Kandidat für den Beitritt zur EU.

EU-Mitgliedstaat (EU Member State): Siehe **Mitgliedstaat**.

EU-Rat (EU Council): Organ der Europäischen Gemeinschaft, das aus Vertretern der Regierungen der **Mitgliedstaaten** besteht, normalerweise aus den jeweils fachlich zuständigen Ministern (folglich oft als Ministerrat bezeichnet). Der in der Zusammensetzung der Wirtschafts- und Finanzminister tagende EU-Rat wird häufig als **ECOFIN-Rat** bezeichnet. Zudem kann der EU-Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs tagen (siehe auch **Europäischer Rat**).

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) (EURIBOR – euro interbank offered rate): Durchschnittzinssatz, zu dem ein erstklassiges **Kreditinstitut** bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität **Euro-Gelder** zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich für Interbankeinlagen mit einer Laufzeit von einer Woche sowie von einem bis zwölf Monaten als Durchschnitt der von repräsentativen Banken verlangten Zinssätze ermittelt und auf drei Dezimalstellen gerundet.

Euro (euro): Bezeichnung der europäischen Währung, die bei der Tagung des **Europäischen Rates** am 15. und 16. Dezember 1995 in Madrid beschlossen wurde.

Europäische Kommission (European Commission): Organ der Europäischen Gemeinschaft, das die Umsetzung der Bestimmungen des **EG-Vertrags** gewährleistet, die Politik der Gemeinschaft gestaltet, Vorschläge zum Gemeinschaftsrecht unterbreitet und mit bestimmten anderen Kompetenzen ausgestattet ist. Auf wirtschaftspolitischem Gebiet spricht die Kommission Empfehlungen für

die **Grundzüge der Wirtschaftspolitik** in der Gemeinschaft aus und berichtet dem **EU-Rat** über konjunkturelle und wirtschaftspolitische Entwicklungen. Sie prüft die Einhaltung der Haushaltsdisziplin im Rahmen der multilateralen Überwachung und legt dem Rat Berichte vor.

Europäische Zentralbank (EZB) (European Central Bank – ECB): Die EZB ist der Mittelpunkt des **Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)** und des **Eurosystems** und ist gemäß Gemeinschaftsrecht eine Institution mit eigener Rechtspersönlichkeit. Sie stellt sicher, dass die dem Eurosystem und dem ESZB übertragenen Aufgaben entweder durch ihre eigene Tätigkeit oder durch die Tätigkeit der nationalen Zentralbanken nach Maßgabe der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank erfüllt werden.

Europäischer Rat (European Council): Er gibt der Europäischen Union die für ihre Weiterentwicklung nötigen Impulse und legt die entsprechenden allgemeinen politischen Leitlinien fest. Der Europäische Rat setzt sich aus den Staats- und Regierungschefs der **Mitgliedstaaten** sowie dem Präsidenten der **Europäischen Kommission** zusammen (siehe auch **EU-Rat**).

Europäisches Parlament (European Parliament): Das Europäische Parlament besteht aus 626 Vertretern der Bürger der EU-**Mitgliedstaaten**. Es ist am Gesetzgebungsprozess in unterschiedlichem Umfang beteiligt, d. h. abhängig von dem Verfahren, nach dem EU-Recht erlassen wird. Im Rahmen der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** besitzt das Parlament überwiegend beratende Befugnisse. Der **EG-Vertrag** sieht gewisse Verfahren vor, welche die demokratische Verantwortung der **Europäischen Zentralbank (EZB)** gegenüber dem Parlament gewährleisten sollen (Vorlage des Jahresberichts, allgemeine Debatte über die Geldpolitik, Anhörungen durch die zuständigen Parlamentsausschüsse).

Europäisches System der Zentralbanken (ESZB) (European System of Central Banks – ESCB): Das ESZB besteht aus der **Europäischen Zentralbank (EZB)** und den nationalen Zentralbanken aller EU-**Mitgliedstaaten**, d. h., es umfasst neben den Mitgliedern des **Eurosystems** auch die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, die den **Euro** noch nicht eingeführt haben.

Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) (European System of Accounts 1995 – ESA 95): System einheitlicher statistischer Definitionen und Klassifikationen, das auf eine harmonisierte quantitative Darstellung der Volkswirtschaften der EU-**Mitgliedstaaten** abzielt. Das ESVG 95 ist die EU-Version des internationalen System of National Accounts (SNA 1993). Es ist das neue statistische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen der EU und wird seit April 1999 gemäß Verordnung (EG) Nr. 2223/96 des Rates umgesetzt.

Europäisches Währungsinstitut (EWI) (European Monetary Institute – EMI): Das EWI wurde mit Beginn der zweiten Stufe der **Wirtschafts- und Währungs-**

union (WWU) (am 1. Januar 1994) für einen befristeten Zeitraum errichtet. Die zwei Hauptaufgaben des EWI waren die Verstärkung der Zusammenarbeit zwischen den nationalen Zentralbanken und der Koordinierung der Geldpolitik der einzelnen Länder sowie die Durchführung der Vorarbeiten, die für die Errichtung des **Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)**, die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik und die Schaffung einer gemeinsamen Währung in der dritten Stufe erforderlich waren. Das EWI wurde am 1. Juni 1998 nach Errichtung der **Europäischen Zentralbank (EZB)** aufgelöst.

Europäisches Währungssystem (EWS) (European Monetary System – EMS): Im Jahr 1979 gemäß der EntschlieÙung des **Europäischen Rates** vom 5. Dezember 1978 eingeführtes Wechselkursystem. Das Abkommen zwischen den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) vom 13. März 1979 legte die Funktionsweise des EWS fest. Ziel war es, in Europa durch eine enge währungspolitische Zusammenarbeit zwischen den Ländern der Gemeinschaft ein Gebiet der Währungsstabilität zu schaffen. Die Hauptbestandteile des EWS waren: die **ECU**, der Wechselkurs- und Interventionsmechanismus (**WKM**) und verschiedene Beistandsmechanismen. Mit Beginn der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** und der Einführung des **WKM II (Wechselkursmechanismus II)** verlor dieses System seine Gültigkeit.

Eurostat (Eurostat): Das statistische Amt der Europäischen Gemeinschaften ist innerhalb der **Europäischen Kommission** für die Erstellung der Statistiken der Gemeinschaft zuständig.

Eurosystem (Eurosysteem): Das Zentralbanksystem des **Euro-Währungsgebiets** setzt sich aus der **Europäischen Zentralbank (EZB)** und den nationalen Zentralbanken der **Mitgliedstaaten**, die den **Euro** in der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** eingeführt haben, zusammen (siehe auch **Euro-Währungsgebiet**). Im Jahr 2003 gehörten zwölf nationale Zentralbanken dem Eurosystem an.

Euro-Währungsgebiet (Euroraum, Eurogebiet) (euro area): Gebiet, das jene **Mitgliedstaaten** umfasst, in denen der **Euro** gemäß dem **EG-Vertrag** als gemeinsame Währung eingeführt wurde und in denen unter der Verantwortung des **EZB-Rates** eine gemeinsame Geldpolitik betrieben wird. Zum Euro-Währungsgebiet gehörten im Jahr 2003 Belgien, Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland.

EZB-Direktorium (Executive Board): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Es setzt sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie vier weiteren Mitgliedern zusammen, die einvernehmlich von den Staats- und Regierungschefs der **Mitgliedstaaten**, die den **Euro** eingeführt haben, ernannt werden.

EZB-Rat (Governing Council): Oberstes Beschlussorgan der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Er setzt sich aus den Mitgliedern des **EZB-Direktoriums** und den Zentralbankpräsidenten der Länder zusammen, die den **Euro** eingeführt haben.

Feinststeuerungsoperation (fine-tuning operation): Unregelmäßiges, vom **Eurosystem** durchgeführtes **Offenmarktgeschäft**, das hauptsächlich darauf abzielt, unerwartete Liquiditätsschwankungen am Markt auszugleichen.

Finanzmarkt (financial market): Markt, auf dem diejenigen, die einen Überschuss an Finanzmitteln haben, denjenigen Mittel gewähren, die einen Bedarf an Finanzmitteln haben.

Geldmarkt (money market): Markt, an dem kurzfristige Mittel aufgenommen, investiert und gehandelt werden, und zwar unter Verwendung von Finanzinstrumenten, die in der Regel eine Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr haben.

Geldmarktfonds (money market fund): Investmentfonds, der hauptsächlich in Geldmarktpapiere bzw. in sonstige übertragbare Schuldtitel mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr investiert bzw. der eine Rendite anstrebt, die den Geldmarktzinsen nahe kommt.

Geldmengensteuerung (monetary targeting): Geldpolitische Strategie zur Wahrung der **Preisstabilität**, die auf der Beobachtung von Abweichungen des Geldmengenwachstums von einem vorgegebenen Geldmengenziel basiert.

Geldnachfrage (money demand): Grundlegender wirtschaftlicher Zusammenhang, der die Nachfrage der Nicht-MFIs nach Geldbeständen abbildet. Die Geldnachfrage wird häufig in Abhängigkeit von Preisen und der gesamten Wirtschaftstätigkeit, die als Näherungswert für das Transaktionsvolumen der Volkswirtschaft dienen, sowie in Abhängigkeit von bestimmten Zinssätzen, die die **Opportunitätskosten** der Geldhaltung messen, ausgedrückt.

Geldpolitische Strategie (monetary policy strategy): Allgemeiner Ansatz bei der Durchführung der Geldpolitik. Die geldpolitische Strategie der EZB umfasst eine quantitative Definition des vorrangigen Ziels der **Preisstabilität** und ein Analysekonzept, das auf zwei Säulen – der wirtschaftlichen und der monetären Analyse – beruht und die Grundlage sowohl für die vom **EZB-Rat** vorgenommene Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität als auch für seine geldpolitischen Beschlüsse bildet. Sie liefert auch den Rahmen, um der Öffentlichkeit geldpolitische Entscheidungen zu erläutern.

Geldpolitischer Transmissionsmechanismus (monetary policy transmission mechanism): Prozess, durch den sich geldpolitische Entscheidungen auf die Volkswirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen auswirken.

Geschäftspartner (counterparty): Kontrahent bei einem Finanzgeschäft (z. B. bei einer Transaktion mit einer Zentralbank).

Grundzüge der Wirtschaftspolitik (Broad Economic Policy Guidelines – BEPGs): Sie werden vom **EU-Rat** verabschiedet und bilden den Rahmen für die Festlegung der wirtschaftspolitischen Ziele und Ausrichtungen der **Mitgliedstaaten** und der Europäischen Gemeinschaft.

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Index der Verbraucherpreise, der für alle Länder einheitlich berechnet wird.

Hauptrefinanzierungsgeschäft (main refinancing operation): Regelmäßiges **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in Form einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. HRGs werden über wöchentliche **Standardtender** durchgeführt. Im Jahr 2003 beschloss der **EZB-Rat**, die Laufzeit der HRGs ab März 2004 von zwei Wochen auf eine Woche zu verkürzen.

Inflation (inflation): Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, z. B. gemessen am Verbraucherpreisindex.

Inflationsrisikoprämie (inflation risk premium): Vergütung für Investoren für die Risiken, die sich aus dem längerfristigen Halten von nominalen Vermögenswerten ergeben.

Inflationssteuerung (inflation targeting): Geldpolitische Strategie zur Wahrung der **Preisstabilität**, die auf der Beobachtung von Abweichungen der veröffentlichten Inflationsprognosen von einem veröffentlichten Inflationsziel basiert.

Kategorie-1-Sicherheit (tier one asset): Marktfähige Sicherheit, die bestimmte, im gesamten **Euro-Währungsgebiet** einheitliche, von der **Europäischen Zentralbank (EZB)** festgelegte Zulassungskriterien erfüllt.

Kategorie-2-Sicherheit (tier two asset): Marktfähige oder nicht marktfähige Sicherheit, für die die jeweilige nationale Zentralbank vorbehaltlich der Genehmigung durch die **Europäische Zentralbank (EZB)** die Zulassungskriterien festlegt.

Konsolidierte Bilanz der MFIs (consolidated MFI balance sheet): Wird durch Saldierung der in der aggregierten Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite sowie Einlagen bei MFIs) erstellt. Die konsolidierte Bilanz enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet** (z. B. **öffentliche Haushalte** und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz der MFIs ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der **monetären Aggregate** und dient als Grundlage für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von **M3**.

Konvergenzkriterien (convergence criteria): In Artikel 121 Absatz 1 des **EG-Vertrags** festgelegte und in Protokoll Nr. 21 näher bestimmte Kriterien als

Grundlage für die Beurteilung, ob ein Land für die Einführung des Euro in Frage kommt. Die Konvergenzkriterien stellen auf die Leistung hinsichtlich der **Preisstabilität**, der Finanzlage der öffentlichen Hand, der Wechselkursentwicklung sowie der Entwicklung der langfristigen Zinssätze ab. Darüber hinaus wird geprüft, inwieweit die nationalen Rechtsvorschriften einschließlich der Satzung der jeweiligen nationalen Zentralbank mit dem EG-Vertrag und der Satzung des **Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)** und der **Europäischen Zentralbank (EZB)** vereinbar sind.

Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (credit to euro area residents): Weit gefasste Messgröße für die Kreditvergabe an Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet** (darunter **öffentliche Haushalte** und der private Sektor) durch den MFI-Sektor. Hierzu zählen MFI-**Buchkredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** und der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren. Letztere Position enthält Aktien, sonstige Dividendenwerte und **Schuldverschreibungen**. Da Wertpapiere eine Finanzierungsalternative zu Krediten darstellen und Kredite mit Wertpapieren besichert sein können, bieten die auf Basis dieser Definition gelieferten Angaben ein genaueres Bild der Gesamtfinanzierung von Nicht-MFIs durch den MFI-Sektor als der eng gefasste Indikator „Buchkredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet“.

Kreditinstitut (credit institution): Bezieht sich auf ein Institut gemäß der Definition in Artikel 1 Absatz 1 der Richtlinie 2000/12/EG des **Europäischen Parlaments** und des Rates vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute in der durch die Richtlinie 2000/28/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. September 2000 geänderten Fassung. Demnach ist ein Kreditinstitut 1) ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren, oder 2) ein Unternehmen oder jede andere juristische Person, die nicht unter 1) aufgeführt ist und Zahlungsmittel in Form von „elektronischem Geld“ ausgibt. „Elektronisches Geld“ bezeichnet einen Geldwert in Form einer Forderung gegenüber der ausgebenden Stelle, der a) auf einem Datenträger gespeichert ist, b) gegen Entgegennahme eines Geldbetrags ausgegeben wird, dessen Wert nicht geringer ist als der ausgegebene monetäre Wert, c) von anderen Unternehmen als der ausgebenden Stelle als Zahlungsmittel akzeptiert wird.

Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (longer-term refinancing operation): Regelmäßiges **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in Form einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. LRGs werden über monatliche **Standardtender** mit einer Laufzeit von in der Regel drei Monaten durchgeführt.

M1, M2, M3: Siehe **monetäre Aggregate**.

Maastricht-Vertrag: Siehe **EG-Vertrag**.

Mengentender (fixed rate tender): Tenderverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden **Geschäftspartner** den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

Mindestbietungssatz (minimum bid rate): Niedrigster Zinssatz, zu dem **Geschäftspartner** beim **Zinstender** Gebote abgeben können (siehe **Schlüsselzinsätze der EZB**).

Mindestreservebasis (reserve base): Summe der Bilanzposten (insbesondere Verbindlichkeiten), die die Basis für die Berechnung des **Mindestreserve-Solls** eines **Kreditinstituts** darstellen.

Mindestreserve-Erfüllungsperiode (maintenance period): Zeitraum, für den die Einhaltung der **Mindestreservepflicht** durch die **Kreditinstitute** berechnet wird. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode des **Eurosystems** beträgt einen Monat. Im Jahr 2003 beschloss der **EZB-Rat**, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperiode ab März 2004 nicht mehr mit dem 24. eines Monats beginnt und am 23. des Folgemonats endet, sondern künftig immer am Abwicklungstag des ersten **Hauptrefinanzierungsgeschäfts** beginnt, das auf die Sitzung des EZB-Rates folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist, und am Tag vor dem entsprechenden Abwicklungstag im Folgemonat endet.

Mindestreservesatz (reserve ratio): Von der Zentralbank für jede Kategorie mindestreservepflichtiger Bilanzposten festgelegter Satz. Die Sätze werden zur Berechnung des **Mindestreserve-Solls** verwendet.

Mindestreserve-Soll (Mindestreservepflicht) (reserve requirement): Mindestreserven, die ein **Kreditinstitut** bei der Zentralbank unterhalten muss. Nach den Mindestreservevorschriften des **Eurosystems** wird die Höhe der von einem Kreditinstitut zu unterhaltenden Mindestreserven (Mindestreserve-Soll) durch Anwendung der jeweiligen **Mindestreservesätze** auf die reservepflichtigen Bilanzpositionen des Instituts berechnet. Von dem so berechneten Mindestreserve-Soll können die Institute einen pauschalen Freibetrag abziehen.

Mitgliedstaat (member state): Mitgliedstaat der Europäischen Union.

Monetäre Aggregate (monetary aggregates): Definiert als die Summe des **Bargeldumlaufs** und bestimmter ausstehender Verbindlichkeiten von **Monetären Finanzinstituten (MFIs)**, die eine recht hohe Liquidität aufweisen und von Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet**, die nicht den Zentralregierungen angehören, gehalten werden. Die eng gefasste Geldmenge M1 bildet den Bargeldumlauf sowie die **täglich fälligen Einlagen** ab. Das mittlere Geldmengenaggregat M2 umfasst M1 sowie **Einlagen mit vereinbarter Laufzeit** von bis zu zwei Jahren und **Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist** von bis zu drei Monaten. Die weit gefasste Geldmenge M3 umfasst M2 sowie **Rückkaufsvereinbarungen**, **Geldmarktfondsanteile** sowie **Schuldverschreibungen** mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Für das Wachstum von M3 hat der **EZB-Rat** einen Refe-

renzwert bekannt gegeben (siehe auch **Referenzwert für das Geldmengenwachstum**).

Monetäre Basis (monetary base): Besteht aus dem **Bargeldumlauf** (Banknoten und Münzen), den von den **Geschäftspartnern** beim **Eurosystem** unterhaltenen Guthaben auf Girokonten (Reserveguthaben) und der Inanspruchnahme der **Einlagefazilität** des Eurosystems. Diese Posten sind Verbindlichkeiten in der Bilanz des Eurosystems. Die Reserveguthaben können in Reserve-Soll und Überschussreserven unterteilt werden. Im Mindestreservesystem des Eurosystems sind die Geschäftspartner verpflichtet, Mindestreserven bei den NZBen zu unterhalten. Neben diesen Mindestreserven halten die Kreditinstitute in der Regel nur einen geringen Betrag an freiwilligen Überschussreserven beim Eurosystem.

Monetäre Finanzinstitute (MFIs) (Monetary Financial Institutions – MFIs): Alle Finanzinstitute, die zum Geld schöpfenden Sektor des **Euro-Währungsgebiets** gehören. Hierzu zählen das **Eurosystem**, ansässige **Kreditinstitute** im Sinne der Gemeinschaftsgesetzgebung und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinn von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie **Geldmarktfonds**.

Neutralität des Geldes (neutrality of money): Volkswirtschaftliches Grundprinzip, demzufolge Veränderungen des Geldangebots langfristig nur zu Veränderungen der nominalen und nicht der realen Variablen führen. Daher haben Veränderungen des Geldangebots keine langfristigen Auswirkungen auf Variablen wie die reale Produktion, die Arbeitslosigkeit oder die Realzinsen.

Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (non-financial corporations): Einer der institutionellen Sektoren im **Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95)**. Er besteht aus institutionellen Einheiten, deren Verteilungs- und finanzielle Transaktionen sich von jenen ihrer Eigentümer unterscheiden. Zu den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zählen alle institutionellen Einheiten mit eigener Rechtspersönlichkeit, die als Marktproduzenten in der Hauptfunktion Waren und nichtfinanzielle Dienstleistungen produzieren bzw. erbringen.

Nominaler effektiver Wechselkurs (nominal effective exchange rate): Siehe **effektiver (nominaler/realer) Wechselkurs**.

Offenmarktgeschäft (open market operation): Geschäft, das auf Initiative der Zentralbank am **Finanzmarkt** durchgeführt wird. Im Hinblick auf ihre Zielsetzung, die Abstände, in denen sie durchgeführt werden, und die angewandten Verfahren können Offenmarktgeschäfte des **Eurosystems** in vier Kategorien unterteilt werden: **Hauptrefinanzierungsgeschäfte**, **längerfristige Refinanzierungsgeschäfte**, **Feinsteuerungsoperationen** und **strukturelle Operationen**. Sie

umfassen eine der folgenden Transaktionen: 1) den **endgültigen Kauf bzw. Verkauf** von Vermögenswerten (per Kasse oder Termin), 2) den Kauf oder Verkauf von Vermögenswerten im Rahmen einer **Rückkaufsvereinbarung**, 3) die Kreditgewährung oder Kreditaufnahme gegen **Sicherheiten**, 4) die Emission von Zentralbank-Schuldverschreibungen, 5) die Hereinnahme von Einlagen mit einer festen Laufzeit oder 6) **Devisenswaps** zwischen inländischer und ausländischer Währung.

Öffentliche Haushalte (general government): Der Begriff umfasst den Zentralstaat (Zentralregierung), regionale und lokale Gebietskörperschaften sowie Sozialversicherungseinrichtungen im Sinne des **Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95)**.

Öffnungsgrad (degree of openness): Messgröße für die Abhängigkeit einer Volkswirtschaft vom Handel mit anderen Ländern oder Regionen, z. B. der Anteil der Summe aller Importe und Exporte am BIP.

Opportunitätskosten (opportunity cost): Messgröße für die Kosten der Haltung von Anlageformen, die in der Regel die Differenz zwischen der Verzinsung einer Alternativanlage und der Eigenverzinsung darstellt.

Option (option): Finanzinstrument, das den Inhaber berechtigt, aber nicht verpflichtet, bestimmte Vermögenswerte – etwa Anleihen oder Aktien – zu einem im Voraus festgelegten Preis, dem so genannten Ausübungs- oder Basispreis, (bis) zu einem bestimmten künftigen Zeitpunkt, dem Ausübungs- oder Fälligkeitstag, zu kaufen oder zu verkaufen. Eine Kaufoption (Call-Option) gibt dem Inhaber das Recht, die Basiswerte zum vereinbarten Ausübungspreis zu erwerben, während eine Verkaufsoption (Put-Option) den Inhaber dazu berechtigt, die Basiswerte zum vereinbarten Preis zu verkaufen.

Pensionsgeschäft (Repogeschäft) (repurchase operation – repo): Liquiditätszuführende **befristete Transaktion** auf der Grundlage einer **Rückkaufsvereinbarung**.

Pensionsrückstellungen (pension fund): Rückstellungen oder ähnliche Mittel, die **nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften** bilden, um die Pensionsansprüche ihrer Angestellten zu decken.

Preisstabilität (price stability): Die Gewährleistung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel des **Eurosystems**. Der **EZB-Rat** veröffentlichte im Oktober 1998 eine quantitative Definition von Preisstabilität, um klare Anhaltspunkte für die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Preisentwicklung zu geben und seiner Rechenschaftspflicht nachzukommen. Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als Anstieg des **Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)** für das **Euro-Währungsgebiet** von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Im Mai 2003 machte der EZB-Rat deutlich, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe der 2 %-Marke beizubehalten.

Private Haushalte (households): Einer der institutionellen Sektoren im **Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95)**. Er umfasst Einzelpersonen und Gruppen von Einzelpersonen in ihrer Funktion als Konsumenten und gegebenenfalls auch in ihrer Eigenschaft als Produzenten (d. h. Einzelunternehmen und Personengesellschaften). Organisationen ohne Erwerbszweck, die privaten Haushalten dienen, sind gemäß ESVG 95 ein eigener institutioneller Sektor, obwohl sie häufig zusammen mit den privaten Haushalten ausgewiesen werden.

Produktionslücke (output gap): Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem potenziellen Produktionsniveau einer Volkswirtschaft, gemessen in Prozent des Produktionspotenzials. Das Produktionspotenzial ist das Produktionsniveau, das bei Normalauslastung der Produktionsfaktoren erreicht werden kann, sodass inflationsfreies Wachstum ermöglicht wird.

Projektionen (projections): Siehe **Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen**.

Rat (council): Siehe **EU-Rat**.

Realer effektiver Wechselkurs (real effective exchange rate): Siehe **effektiver (nominaler/realer) Wechselkurs**.

Rechenschaftspflicht (accountability): Rechtliche und politische Verpflichtung einer unabhängigen Institution, ihre Entscheidungen vor den Bürgerinnen und Bürgern und deren gewählten Vertretern zu erläutern und rechtfertigen, um Rechenschaft über die Erfüllung ihrer Ziele abzulegen. Die **Europäische Zentralbank (EZB)** ist den Bürgerinnen und Bürgern Europas und in formaler Hinsicht dem **Europäischen Parlament** zur Rechenschaft verpflichtet.

Referenzwert für das Geldmengenwachstum (reference value for monetary growth): Um die monetäre Entwicklung beurteilen zu können, gab der **EZB-Rat** einen Referenzwert für das weit gefasste Geldmengenaggregat **M3** bekannt. Der Referenzwert bezieht sich auf die Wachstumsrate der Geldmenge M3, die als mit dem Ziel der **Preisstabilität** auf mittlere Frist vereinbar gilt. Er wird auf der Basis von mittelfristigen Annahmen über die trendmäßige Wachstumsentwicklung des BIP und die trendmäßige Umlaufgeschwindigkeit von M3 ermittelt; hierbei wird besonders darauf geachtet, dass er mit der Definition des EZB-Rates von Preisstabilität im Einklang steht und der Erreichung dieses Ziels dient. Deutliche oder anhaltende Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert wären im Normalfall als Gefährdung der mittelfristigen Preisstabilität zu interpretieren. Die Geldpolitik reagiert allerdings nicht mechanisch auf Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert.

Referenzwert für die Finanzlage (reference value for the fiscal position): Das dem **EG-Vertrag** beigefügte Protokoll Nr. 20 über das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** gibt explizite Referenzwerte für die **Defizitquote** (3 % des BIP) bzw. die **Schuldenquote** (60 % des BIP) des Gesamtstaats an (siehe auch **Stabilitäts- und Wachstumspakt**).

Rückkaufsvereinbarung (repurchase agreement): Vereinbarung über den Verkauf eines Vermögensgegenstands und dessen Rückkauf zu einem bestimmten Preis zu einem vorher festgelegten Zeitpunkt oder auf Anforderung. Eine solche Vereinbarung gleicht wirtschaftlich einem besicherten Kredit, mit dem Unterschied, dass bei diesem rechtlich kein Eigentum an den **Sicherheiten** übertragen wird. **Pensionsgeschäfte** werden in der Geldmenge **M3** berücksichtigt, wenn ein **Monetäres Finanzinstitut (MFI)** als Verkäufer und ein im **Euro-Währungsgebiet** ansässiges Nicht-MFI als Käufer auftreten.

Schlüsselzinssätze der EZB (key ECB interest rates): Zinssätze, die den geldpolitischen Kurs der **Europäischen Zentralbank (EZB)** widerspiegeln und vom **EZB-Rat** festgelegt werden. Schlüsselzinssätze der EZB sind der Zinssatz für **Hauptrefinanzierungsgeschäfte** (der vorgegebene Zinssatz bei **Mengentendern** und der **Mindestbietungssatz** für **Zinstender**), der Zinssatz für die **Spitzenrefinanzierungsfazilität** und der Zinssatz für die **Einlagefazilität**.

Schuldenquote (debt ratio): Eines der in Artikel 104 Absatz 2 des **EG-Vertrags** festgelegten fiskalpolitischen Kriterien, die zur Definition eines übermäßigen Defizits herangezogen werden. Sie ist als „Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen“ definiert, wobei „öffentlicher Schuldenstand“ wie in Protokoll Nr. 20 über das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** als „Brutto-Gesamtschuldenstand zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors“ definiert wird.

Schuldverschreibungen (debt securities): Versprechen des Emittenten (Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) (eine) Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Terminen zu leisten. Daher bestehen die Einkünfte des Inhabers der Schuldverschreibung aus Kuponzahlungen und dem Differenzbetrag zwischen dem Kaufpreis der Anleihe und deren Marktwert zum Verkaufstermin oder am Ende der Laufzeit. Schuldverschreibungen sind marktfähige Papiere, die auf Sekundärmärkten gehandelt werden können. Sie verleihen dem Inhaber jedoch keine Eigentumsrechte an der gebenden Stelle. Die Statistik der **Europäischen Zentralbank (EZB)** zu den Schuldverschreibungen enthält Geldmarktpapiere und grundsätzlich auch Privatplatzierungen.

Sicherheiten (collateral): Vermögenswerte, die z. B. **Kreditinstitute** zur Besicherung von Krediten der Zentralbank bei dieser als Pfand hinterlegen, sowie Vermögenswerte, welche z. B. die Zentralbank von Kreditinstituten im Zuge von liquiditätszuführenden **Pensionsgeschäften** ankauft.

Spitzenrefinanzierungsfazilität (marginal lending facility): **Ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die die **Geschäftspartner** nutzen können, um von einer nationalen Zentralbank Übernachtkredit gegen refinanzierungsfähige **Sicherheiten** zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten (siehe **Schlüsselzinssätze der EZB**).

Staat (general government): Siehe **öffentliche Haushalte**.

Stabilitäts- und Wachstumspakt (Stability and Growth Pact): Besteht aus zwei Verordnungen des **EU-Rates** (über „den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken“ und über „die Beschleunigung und Klärung des **Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit**“) sowie aus der beim Amsterdamer Gipfel verabschiedeten Entschließung des **Europäischen Rates** vom 17. Juni 1997 über den Stabilitäts- und Wachstumspakt. Insbesondere wird als mittelfristiges Ziel die Forderung nach einem nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt gestellt, damit die **Mitgliedstaaten** in der Lage sind, normale Konjunkturschwankungen zu bewältigen und zugleich das Defizit der öffentlichen Haushalte unterhalb des **Referenzwerts für die Finanzlage** von 3 % des BIP zu halten. Gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt müssen die an der WWU teilnehmenden Mitgliedstaaten jährlich **Stabilitätsprogramme** vorlegen, während Mitgliedstaaten, die nicht an der WWU teilnehmen, weiterhin jährlich Konvergenzprogramme vorlegen.

Stabilitätsprogramme (stability programmes): Mittelfristige Regierungspläne und Prognosen von Ländern des **Euro-Währungsgebiets** über die Entwicklung von wirtschaftlichen Eckdaten im Hinblick auf die Erreichung des mittelfristigen Ziels eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts gemäß dem **Stabilitäts- und Wachstumspakt**. Diese Programme gehen auf Maßnahmen zur Konsolidierung des Budgets und auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ein. Die Stabilitätsprogramme werden jährlich überarbeitet und von der **Europäischen Kommission** und dem **Wirtschafts- und Finanzausschuss (WFA)** überprüft. Die Ergebnisse dieser Prüfung dienen dem **ECOFIN-Rat** als Beurteilungsgrundlage, wobei insbesondere bewertet wird, ob das im Programm enthaltene mittelfristige Haushaltsziel im Einklang steht mit dem Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts und einen angemessenen Sicherheitsspielraum zur Vermeidung eines übermäßigen Defizits vorsieht. Staaten, die den **Euro** noch nicht eingeführt haben, müssen laut dem **Stabilitäts- und Wachstumspakt** jährlich ein Konvergenzprogramm vorlegen.

Standardtender (standard tender): Tenderverfahren, das vom **Eurosystem** bei regelmäßigen **Offenmarktgeschäften** verwendet wird. Standardtender werden innerhalb von 24 Stunden durchgeführt. Alle **Geschäftspartner**, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, sind berechtigt, Gebote abzugeben.

Ständige Fazilität (standing facility): Zentralbankfazilität, die von den **Geschäftspartnern** auf ihre eigene Initiative hin in Anspruch genommen werden kann. Das **Eurosystem** bietet zwei ständige Übernachtfazilitäten an, und zwar die **Spitzenrefinanzierungsfazilität** und die **Einlagefazilität**.

Strukturelle Operation (structural operation): **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in erster Linie durchgeführt wird, um die strukturelle Liquiditätsposition des Finanzsektors gegenüber dem Eurosystem anzupassen.

Swap (swap): Vereinbarung über den Austausch von Zahlungsströmen in der Zukunft zu zuvor vereinbarten Bedingungen (siehe **Devisenswap**).

Täglich fällige Einlagen (overnight deposits): Einlagen mit Fälligkeit am nächsten Tag. Diese Kategorie von Instrumenten umfasst in erster Linie Sichteinlagen, die frei übertragbar sind (durch Scheck oder dergleichen). Sie beinhaltet aber auch nichtübertragbare Guthaben, die auf Antrag oder bis zum Geschäftschluss des folgenden Tages verfügbar sind. Täglich fällige Einlagen sind in **M1** (und damit auch in **M2** und **M3**) enthalten.

TARGET-System (Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem) (TARGET – Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): Zahlungsverkehrssystem, das sich aus den nationalen Echtzeit-Bruttosystemen (RTGS-Systemen) der EU-Mitgliedstaaten und dem Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB zusammensetzt. Die nationalen RTGS-Systeme und der EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus sind im Rahmen eines einheitlichen Verfahrens (Interlinking-Mechanismus) miteinander verbunden, sodass grenzüberschreitende Überweisungen zwischen verschiedenen Systemen in der gesamten Europäischen Union möglich sind.

Terminkontrakt (futures contract): Vereinbarung über den Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren oder Waren zu einem im Voraus festgelegten Preis und Zeitpunkt.

Transmissionsmechanismus (transmission mechanism): Siehe **geldpolitischer Transmissionsmechanismus**.

Unabhängigkeit der Zentralbanken (central bank independence): Rechtsvorschrift, die garantiert, dass eine Zentralbank ihre Aufgaben und Pflichten ohne Einflussnahme der Politik ausüben kann. In Artikel 108 des **EG-Vertrags** ist der Grundsatz der Unabhängigkeit der Zentralbanken für das **Euro-Währungsgebiet** festgeschrieben.

Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (excessive deficit procedure): Das in Artikel 104 des **EG-Vertrags** niedergelegte und in Protokoll Nr. 20 über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit näher bestimmte Verfahren verpflichtet die EU-Mitgliedstaaten zur Einhaltung der Haushaltsdisziplin, legt die Bedingungen fest, unter denen die Haushaltsposition ein übermäßiges Defizit aufweist, und bestimmt die weitere Vorgehensweise für den Fall, dass die Anforderungen hinsichtlich der Haushaltslage bzw. der Staatsschuldenquote nicht eingehalten werden. Ergänzt wird dies durch eine Verordnung des **EU-Rates** über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, die Teil des **Stabilitäts- und Wachstumspakts** ist.

Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen (Eurosystem staff projections): Ergebnisse der von Experten des **Eurosystems** durchgeführten Analysen, die mögliche zukünftige gesamtwirtschaftliche Entwicklungen im **Euro-Währungsgebiet** im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse abschätzen.

Vorlaufindikatoren (leading indicators): Wirtschaftskennzahlen, die die zukünftige Entwicklung anderer Variablen antizipieren oder geeignete Informationen für deren Prognose enthalten.

Wechselkurssteuerung (exchange rate targeting): Geldpolitische Strategie, die auf einen bestimmten (für gewöhnlich stabilen oder sogar festgelegten) Wechselkurs gegenüber anderen Währungen bzw. Währungsgruppen abzielt.

Wirtschafts- und Finanzausschuss (WFA) (Economic and Financial Committee – EFC): Beratendes Gemeinschaftsgremium, das zu Beginn der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** eingesetzt wurde. Jeder **Mitgliedstaat** sowie die **Europäische Kommission** und die **Europäische Zentralbank (EZB)** ernennen jeweils maximal zwei Mitglieder des Ausschusses. Jeder Mitgliedstaat ernennt einen leitenden Verwaltungsbeamten und einen hochrangigen Vertreter der nationalen Zentralbank zum Ausschussmitglied. Allerdings nehmen die Mitglieder der nationalen Zentralbanken nur dann an Sitzungen des WFA teil, wenn Angelegenheiten besprochen werden, die fachlich in den Bereich ihrer Institution fallen. In Artikel 114 Absatz 2 des **EG-Vertrags** sind die Aufgaben des Wirtschafts- und Finanzausschusses aufgeführt.

Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) (Economic and Monetary Union – EMU): Der **EG-Vertrag** beschreibt den Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion innerhalb der Europäischen Union als dreistufigen Prozess. Die erste Stufe der WWU, die in erster Linie vom Abbau sämtlicher Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs innerhalb der EU gekennzeichnet war, begann im Juli 1990 und endete am 31. Dezember 1993. Die zweite Stufe der WWU begann am 1. Januar 1994 und sah unter anderem die Errichtung des **Europäischen Währungsinstituts (EWI)**, das Verbot der monetären Finanzierung der öffentlichen Hand und ihres bevorrechtigten Zugangs zu Finanzinstituten sowie die Vermeidung übermäßiger öffentlicher Defizite vor. Die dritte Stufe begann am 1. Januar 1999 mit der Übertragung der geldpolitischen Zuständigkeit auf die **Europäische Zentralbank (EZB)** und der Einführung des **Euro**.

WKM (Wechselkursmechanismus) (ERM – exchange rate mechanism): Der Wechselkurs- und Interventionsmechanismus des **Europäischen Währungssystems** bestimmte den Wechselkurs der teilnehmenden Währungen mittels eines Leitkurses gegenüber der **ECU**. Mit diesen Leitkursen wurde ein bilaterales Paritätengitter der teilnehmenden Währungen erstellt. Die Wechselkurse durften innerhalb einer bestimmten Bandbreite um die bilateralen Leitkurse schwanken. Anpassungen der Leitkurse konnten vorgenommen werden, bedurften jedoch der Zustimmung aller am WKM teilnehmenden Länder. Der WKM verlor mit Beginn der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** und der Einführung des **WKM II** seine Gültigkeit.

WKM II (Wechselkursmechanismus II) (ERM II – exchange rate mechanism II): Bildet den Rahmen für die wechselkurspolitische Zusammenarbeit zwischen dem **Euro-Währungsgebiet** und den **EU-Mitgliedstaaten**, die nicht ab Beginn der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** dem

Euroraum angehören. Die Teilnahme ist freiwillig; allerdings wird von den Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, erwartet, dass sie sich am Mechanismus beteiligen. Interventionen an den Interventionspunkten der Standard-Schwankungsbandbreiten sowie der engeren Schwankungsbandbreiten erfolgen grundsätzlich automatisch und in unbegrenzter Höhe, wobei eine sehr kurzfristige Finanzierung zur Verfügung steht. Die **Europäische Zentralbank (EZB)** und die teilnehmenden, nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden nationalen Zentralbanken können automatische Interventionen jedoch aussetzen, wenn diese dem vorrangigen Ziel, **Preisstabilität** zu gewährleisten, zuwiderlaufen sollten.

Zinstender (variable rate tender): Tendersverfahren, bei dem die **Geschäftspartner** Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.

Zinsterminkontrakt (forward rate agreement – FRA): Vereinbarung, bei der sich eine Partei dazu verpflichtet, einer anderen Partei einen festgelegten Zinssatz für einen bestimmten Kapitalbetrag und für einen bestimmten Zeitraum, der zu einem zukünftigen Zeitpunkt beginnt, zu zahlen.

LITERATURVERZEICHNIS

KAPITEL I

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

- EZB (1999), Das Eurosystem und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB), *Monatsbericht*, Januar
- EZB (1999), Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken, *Monatsbericht*, Juli
- EZB (2003), Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat, *Monatsbericht*, Mai
- EZB (1999 bis 2003), *Jahresberichte*

Sonstige Dokumente

- EWI (1998), *Konvergenzbericht* 1998, März
- Padoa-Schioppa, T. (2002), The euro goes East, Vortrag anlässlich der 8th Dubrovnik Economic Conference, 29. Juni 2002
- Papademos, L. (2001), The completion of the changeover to the euro, Rede anlässlich der Euro Information Conference, Athen, 17. Oktober 2001
- Zilioli, C. und M. Selmayr (2001), *The law of the European Central Bank*, Oxford Press

KAPITEL 2

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

- EZB (1999), Das Euro-Währungsgebiet zu Beginn der dritten Stufe, *Monatsbericht*, Januar
- EZB (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, Februar
- EZB (1999), Der Bankensektor im Euroraum: strukturelle Merkmale und Entwicklungen, *Monatsbericht*, April
- EZB (1999), Die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, *Monatsbericht*, Mai
- EZB (1999), Die Bilanzen der Monetären Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets zu Beginn des Jahres 1999, *Monatsbericht*, August
- EZB (2000), Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach der Einführung des Euro: Wesentliche Merkmale und Veränderungen in der Finanzstruktur, *Monatsbericht*, Januar
- EZB (2000), Der Außenhandel des Euro-Währungsgebiets: Strukturen und Tendenzen, *Monatsbericht*, August
- EZB (2001), Das Euro-Währungsgebiet nach dem Beitritt Griechenlands, *Monatsbericht*, Januar
- EZB (2001), Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, Februar
- EZB (2001), Finanzierung und Geldvermögen(sbildung) der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, Mai
- EZB (2002), Ersparnis, Finanzierung und Investitionen im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, August
- EZB (2002), *Report on financial structures*, Oktober

EZB (2003), *Structural factors in the EU housing markets*, März

EZB (2003), *Money market study 2002*, November

Sonstige Dokumente

Buldorini, L., S. Makrydakakis und C. Thimann (2002), The effective exchange rates of the euro, *Occasional Paper Nr. 2* der EZB, Februar

Gaspar, V., P. Hartmann, O. Sleijpen (Hrsg.) (2003), *The transformation of the European financial system* (Zweite Zentralbankkonferenz der EZB), Juni

Genre, V. und R. Gómez-Salvador (2002), Labour force developments in the euro area since the 1980s, *Occasional Paper Nr. 4* der EZB, Juli

Tumpel-Gugerell, G. (2003), The volatility of financial markets, Rede anlässlich des von Caja Madrid veranstalteten dritten Encuentro Financiero Internacional, Madrid, 1. und 2. Juli 2003

Santillán, J., M. Bayle und C. Thygesen (2000), The impact of the euro on money and bond markets, *Occasional Paper Nr. 1* der EZB, Juli

KAPITEL 3

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

EZB (1999), Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, *Monatsbericht*, Januar

EZB (1999), Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, *Monatsbericht*, Februar

EZB (2000), *Erhebung und Aufbereitung statistischer Daten durch das ESZB*, Mai

EZB (2000), Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, Juli

EZB (2000), *Statistische Anforderungen der EZB im Bereich der Allgemeinen Wirtschaftsstatistik*, August

EZB (2000), Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB, *Monatsbericht*, November

EZB (2001), Beurteilung der allgemeinen Wirtschaftsstatistik für den Euroraum, *Monatsbericht*, April

EZB (2001), Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse, *Monatsbericht*, Mai

EZB (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, Juni

EZB (2001), Fragen im Zusammenhang mit geldpolitischen Regeln, *Monatsbericht*, Oktober

EZB (2002), Aktienmarkt und Geldpolitik, *Monatsbericht*, Februar

EZB (2002), Jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, Oktober

EZB (2002), Die Rechenschaftspflicht der EZB, *Monatsbericht*, November

EZB (2002), Transparenz in der Geldpolitik der EZB, *Monatsbericht*, November

EZB (2003), Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, *Monatsbericht*, Juni

EZB (2003), *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*, September

Sonstige Dokumente

- Angeloni, I., A. K. Kashyap und B. Mojon (Hrsg.) (2003), *Monetary policy transmission in the euro area*, Cambridge University Press
- Brand, C., D. Gerdesmeier und B. Roffia (2002), Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth, *Occasional Paper Nr. 3* der EZB, Mai
- Camba-Mendez, G., V. Gaspar und M. Wynne (2002), *Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP* (Zusammenfassung und Schlussfolgerungen des vom CEPR und der EZB veranstalteten Workshops zur Messung von Preisindizes), Juli
- Duisenberg, W. (2001), The ECB's quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas, Brief des EZB-Präsidenten an die Vorsitzende des Ausschusses für Wirtschaft und Währung, Frau Christa Randzio-Plath, 16. Oktober 2001
- Duisenberg, W. (2001), The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability, Brief des EZB-Präsidenten an die Vorsitzende des Ausschusses für Wirtschaft und Währung, Frau Christa Randzio-Plath, 13. Dezember 2001
- Domingo-Solans, E. (2003), The importance of Eurostat for the monetary policy of the European Central Bank, Rede anlässlich des Wissenschaftstreffens zum 50. Jahrestag des Statistischen Amtes der Europäischen Gemeinschaften, Luxemburg, 16. Mai 2003
- Domingo-Solans, E. (2003), Amtliche Statistiken für eine globale Wirtschaft, Rede anlässlich des 54. Weltkongresses des Internationalen Statistischen Instituts, Berlin, 20. August 2003
- Herrero, A., V. Gaspar, L. Hoogduin, J. Morgan und B. Winkler (Hrsg.) (2001), *Why price stability?* (Erste Zentralbankkonferenz der EZB), Juni
- Issing, O. (1999), The Eurosystem: Transparent and Accountable, *Journal of Common Market Studies*, Nr. 37 (3), S. 503-519
- Issing, O. (2000), The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation, *Kredit und Kapital*, Nr. 15, S. 353-388
- Issing, O. (Hrsg.) (2003), Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy, November
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni und O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*
- Klößers, H.-J. und C. Willeke (Hrsg.) (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (Ergebnisse eines EZB-Seminars), August
- Trichet, J.-C. (2002), Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability, Grundsatzrede anlässlich der Asset Price Bubbles conference bei der Federal Reserve Bank of Chicago, Chicago/Illinois, 23. April 2002
- Trichet, J.-C. (2003), The ECB monetary strategy after the evaluation and clarification of May 2003, Rede anlässlich einer zentralen Veranstaltung des Center for Financial Studies, Frankfurt, 20. November 2003

KAPITEL 4

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

- EZB (1999), Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung, *Monatsbericht*, Mai
- EZB (2000), Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, *Monatsbericht*, Juli
- EZB (2001), Die Rahmenregelungen für Sicherheiten des Eurosystems, *Monatsbericht*, April
- EZB (2001), Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems, *Monatsbericht*, Oktober
- EZB (2002), Die Liquiditätssteuerung der EZB, *Monatsbericht*, Mai
- EZB (2003), Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems, *Monatsbericht*, August
- EZB (2004), *Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems*, Februar

Sonstige Dokumente

- Bindseil, U. und F. Seitz (2001), The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months, *Working Paper Nr. 44* der EZB, Februar
- Blenck, D., H. Hasko, S. Hilton und K. Masaki (2001), The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem, in: BIS Paper New Series Nr. 9
- Ejerskov, S., C. Martin Moss und L. Stracca (2003), How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence, *Working Paper Nr. 244* der EZB, Juli
- Manna, M., H. Pill und G. Quirós (2001), The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy, *International Finance*, Ausgabe 4 (1)

KAPITEL 5

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

Ausführliche Informationen zu den geldpolitischen Beschlüssen der EZB sind folgenden Quellen zu entnehmen:

- Einleitende Bemerkungen zu den Pressekonferenzen des Präsidenten der EZB
- Editorial des EZB-Monatsberichts
- Stellungnahmen des Präsidenten vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments
- Jahresbericht der EZB

Sonstige Dokumente

- IWF (verschiedene), Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries
- Issing, O. (2000), The ECB's Monetary Policy: Experience after the First Year, *Journal for Policy Modelling*, Nr. 22 (3), S. 325-343

Issing, O. (2001), The euro – the experience of the past 2 years, *Journal of Asian Economics*, Nr. 12, S. 1-20
OECD (verschiedene), „Economic Surveys: Euro Area“

INDEX

- Aktienmarkt 34-35, 111
- Anleihemarkt 111
- Bargeldumlauf 38-39, 111
- Befristete Transaktion 77-78, 88-89, 111
- Berechenbarkeit 72
- Bilateraler Leitkurs 109
- Buchkredite 36-40, 111
- Defizitquote 24, 111
- Deflation 42-43, 53, 57, 112
- Derivatemarkt 31, 112
- Devisenswap 88-89, 112
- Dritte Stufe der WWU (siehe Wirtschafts- und Währungsunion (WWU))
- ECOFIN 13, 112
- Europäische Währungseinheit (ECU) 112
- Effektive Wechselkurse 99, 112
- EG-Vertrag 9-16, 24-25, 43-44, 52, 71, 73, 107-109, 112,
- Einlagefazilität 75, 77-79, 90, 104, 105, 113
- Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist 37-39, 113
- Einlagen mit vereinbarter Laufzeit 37-39, 82, 113
- Endgültiger Kauf bzw. Verkauf 88-89, 113
- Euro Overnight Index Average (EONIA) 30, 80-81, 84, 113
- Erweiterter Rat der EZB 11-12, 114
- Erwerbsbeteiligung 19-20, 114
- EU-Erweiterung 11, 114
- EU-Rat 13, 24-25, 71, 109, 114
- Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR) 30, 114
- Euro 9, 114
- Europäische Kommission 13, 24-25, 107, 109, 114
- Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) 107
- Europäische Zentralbank (EZB) 9-13, 109, 115
- Europäischer Rat 9, 13, 16, 24, 107-108, 115
- Europäisches Parlament 13, 71, 74, 115
- Europäisches System der Zentralbanken (ESZB) 9, 108, 115
- Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) 115
- Europäisches Währungsinstitut (EWI) 54, 108-109, 115
- Europäisches Währungssystem (EWS) 116
- Eurostat 54-55, 63, 116
- Eurosystem 9-13, 116
- Euro-Währungsgebiet 9, 116
- EZB-Direktorium 10-11, 109, 116
- EZB-Rat 10-11, 44, 117
- Feinsteuerooperation 77-78, 88-89, 117
- Finanzmärkte 27-28, 30-35, 60-61, 98-99, 117
- Geldmarkt 27, 30-32, 117
- Geldmarktfonds 35-36, 39, 117
- Geldmengensteuerung 58, 117
- Geldnachfrage 66, 69, 117
- Geldpolitische Strategie 41-74, 117
- Geldpolitischer Transmissionsmechanismus 44-50, 117
- Geschäftspartner 35, 79-81, 89, 117
- Glaubwürdigkeit 43, 47, 51, 72, 95, 106
- Grundzüge der Wirtschaftspolitik 25, 118
- Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) 53-55, 118
- Hauptrefinanzierungsgeschäft 77-78, 84-87, 118
- Inflation 42-43, 52-57, 118
- Inflationserwartungen 47-52, 101-102
- Inflationsrisikoprämie 42, 118
- Inflationssteuerung 59, 73, 118
- Investitionen 46
- Kategorie-1-Sicherheit 80-81, 118
- Kategorie-2-Sicherheit 80-81, 118
- Konsolidierte Bilanz der MFIs 36-39, 118
- Konvergenzkriterien 9, 109, 118

- Kredit 35-36, 45-46, 62, 66-67, 89, 119
- Kreditinstitut 35-36, 40, 75-96, 119
- Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft 78, 87, 119
- Leitzinsen der EZB (siehe Schlüsselzinssätze der EZB)
- M1 37-38, 69, 100, 103, 119
- M2 37-38, 119
- M3 37-39, 66-69, 99-100, 103, 119
- Maastricht-Vertrag (siehe EG-Vertrag)
- Mengentender 85-86, 96, 120
- Mindestbietungssatz 85, 87, 96, 101-102, 104-105, 120
- Mindestreservebasis 81-84, 120
- Mindestreserve-Erfüllungsperiode 82-83, 86, 120
- Mindestreservspflicht (siehe Mindestreserve-Soll)
- Mindestreservesatz 81-84, 120
- Mindestreserve-Soll 81-84, 120
- Mitgliedstaat 9, 11-12, 107-109, 120
- Monetäre Aggregate 37-39, 120
- Monetäre Basis 41, 75, 81-83, 121
- Monetäre Finanzinstitute (MFIs) 35-40, 121
- Neutralität des Geldes 41, 121
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 32-33, 121
- Nominaler effektiver Wechselkurs (siehe effektive Wechselkurse)
- Offenmarktgeschäfte 77-78, 84-90, 121
- Öffentliche Haushalte 21-23, 122
- Öffnungsgrad 122
- Opportunitätskosten 67, 122
- Option 31, 122
- Pensionsgeschäft (siehe Repogeschäft)
- Pensionskassen 29, 40
- Pensionsrückstellungen 28-30, 122
- Preisstabilität 9-13, 41-57, 97, 122
- Private Haushalte 22, 46, 123
- Produktionslücke 123
- Projektionen (siehe von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen)
- Rat (siehe EU-Rat)
- Realer effektiver Wechselkurs (siehe effektive Wechselkurse)
- Rechenschaftspflicht 52, 70-71, 123
- Referenzwert für das Geldmengenwachstum 66-69, 123
- Referenzwert für die Finanzlage 24, 123
- Rentenmarkt 32-34
- Repogeschäft 37-39, 82, 122
- Risiken für die Preisstabilität 57-59, 67-70, 97-106
- Rückkaufsvereinbarung 77, 79, 89, 124
- Schlüsselzinssätze der EZB 80-81, 97-106, 124
- Schocks 45, 51, 56, 97
- Schuldenquote 24, 124
- Schuldverschreibungen 32-39, 82, 124
- Sicherheiten 46, 77-81, 89, 124
- Spitzenrefinanzierungsfazität 77-81, 124
- Staat (siehe öffentliche Haushalte)
- Stabilitäts- und Wachstumspakt 21, 24, 108, 125
- Stabilitätsprogramme 24, 125
- Standardtender 79, 85, 87, 90, 125
- Ständige Fazilität 77-81, 90-91, 93-94, 125
- Strukturelle Operation 78, 88-90, 125
- Swap (siehe Devisenswap)
- Täglich fällige Einlagen 37-39, 82, 126
- TARGET 30, 126
- Terminkontrakt 112, 126
- Transmissionsmechanismus (siehe geldpolitischer Transmissionsmechanismus)
- Transparenz 13, 42, 52, 70-74, 77
- Unabhängigkeit der Zentralbanken 12, 70, 126
- Verfahren bei einem übermäßigen Defizit 24, 126
- Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen 63-65, 126
- Vorlaufindikatoren 127
- Wechselkurssteuerung 59, 127

Wirtschafts- und Finanzausschuss
(WFA) 127
Wirtschafts- und Währungsunion
(WWU) 107-109, 127
WKM 109, 127
WKM II 108, 127
Zinstender 85, 87, 96, 128
Zinsterminkontrakt 128

