



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



**DIE  
GELDPOLITIK  
DER EZB  
2011**

© Europäische Zentralbank, 2011

**Anschrift**

Kaiserstraße 29  
D-60311 Frankfurt am Main

**Postanschrift**

Postfach 160319  
D-60066 Frankfurt am Main

**Telefon**

+49 69 13440

**Internet**

<http://www.ecb.europa.eu>

**Fax**

+496913446000

**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 Januar 2011.*

ISBN 978-92-899-0825-2 (Druckversion)

ISBN 978-92-899-0826-9 (Internet-Version)

# INHALTSVERZEICHNIS

<b>VORWORT</b>	<b>7</b>
<b>EINLEITUNG</b>	<b>9</b>
<b>KAPITEL 1</b>	
Der institutionelle Rahmen der einheitlichen Geldpolitik	13
<b>KAPITEL 2</b>	
Die Wirtschafts- und Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets	29
2.1 Wichtige Merkmale der Realwirtschaft	29
2.2 Arbeitsmarkt	31
2.3 Öffentlicher Sektor	32
2.4 Außenhandel	38
2.5 Finanzstruktur	39
2.6 Finanzmärkte	44
2.7 Finanzintermediäre	49
2.8 Wirtschaftliche Vielfalt	55
<b>KAPITEL 3</b>	
Die geldpolitische Strategie der EZB	59
3.1 Die Rolle der Geldpolitik und die Vorteile der Preisstabilität	59
3.2 Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik	62
3.3 Die geldpolitische Strategie der EZB: Allgemeine Grundsätze und wesentliche Elemente	67
3.4 Die quantitative Definition von Preisstabilität der EZB	69
3.5 Die Analyse der Risiken für die Preisstabilität im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB	74
3.6 Geldpolitik, Finanzstabilität und Vermögenspreise	90
3.7 Transparenz und Kommunikation	94
3.8 Die geldpolitische Strategie der EZB: Wegweiser in der Finanzkrise	98
<b>KAPITEL 4</b>	
Durchführung der Geldpolitik	101
4.1 Ziele und allgemeine Grundsätze bei der Ausgestaltung des Handlungsrahmens	101
4.2 Überblick über den Handlungsrahmen des Eurosystems	104
4.3 Mindestreserven	109
4.4 Offenmarktgeschäfte	112
4.5 Ständige Fazilitäten	117
4.6 Zentralbankliquidität und Liquiditätsbedarf des Bankensystems	120
4.7 Erfahrungen seit Januar 1999	124

## **KAPITEL 5**

<b>Die Durchführung der Geldpolitik seit 1999</b>	<b>127</b>
5.1 Einleitung	127
5.2 Grundlegende Entwicklungen	128
5.3 Bewertung der Geldpolitik seit Einführung des Euro im Jahr 1999	139

## **ANHANG**

<b>Geschichte – Die drei Stufen der Wirtschafts- und Währungsunion</b>	<b>141</b>
--	------------

<b>GLOSSAR</b>	<b>145</b>
----------------	------------

<b>LITERATURVERZEICHNIS</b>	<b>165</b>
-----------------------------	------------

<b>INDEX</b>	<b>171</b>
--------------	------------

## **KÄSTEN**

1.1 Wichtige Bestimmungen der Verträge und der ESZB-Satzung	22
2.1 Institutionelle Regelungen der EU zur Gewährleistung solider und tragfähiger öffentlicher Finanzen	36
2.2 Finanzmärkte – eine Erläuterung wichtiger Begriffe	42
2.3 Monetäre Aggregate	51
3.1 Aufbau und Merkmale des Harmonisierten Verbraucherpreisindex	70
3.2 Die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik der EZB	72
3.3 Alternative geldpolitische Strategien	75
3.4 Statistiken über die Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	78
3.5 Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen	80
3.6 Langfristige Betrachtung von Geldmenge und Preisen	84
3.7 Instrumente der monetären Analyse	88
3.8 Die wichtigsten Kommunikationskanäle der EZB	96
4.1 Geschäftspartner und Sicherheiten	105
4.2 Änderungen der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Mindestreserve-Erfüllungsperioden ab März 2004	111
4.3 Arten von Offenmarktgeschäften	116
5.1 Die seit August 2007 vom Eurosystem ergriffenen Sondermaßnahmen	136

## **TABELLEN**

2.1 Schlüsseldaten der Realwirtschaft des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2009	30
2.2 Erwerbsbeteiligung nach Geschlecht und Altersgruppe im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2009	32
2.3 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2009	38
2.4 Außenhandelsgewichte der 20 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets	39

2.5	Wichtigste Forderungen und Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet (Stand: Ende 2009)	40
2.6	Umlauf an kurzfristigen auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	46
2.7	Umlauf an langfristigen auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	46
2.8	Umlauf an Schuldverschreibungen (ohne Fremdwährungsanleihen) von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2009)	47
2.9	Aktienmarktkapitalisierung im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan	48
2.10	Anzahl der börsennotierten in- und ausländischen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan	49
2.11	Anzahl der monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet	50
2.12	Abgrenzung monetärer Aggregate im Euro-Währungsgebiet	52
2.13	Bankeinlagen und Bankkredite im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2009)	54
3.1	Für das Jahr 2010 geltende Gewichte der Hauptkomponenten des HVPI im Euro-Währungsgebiet	70
4.1	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	103
4.2	In die Reservebasis einbezogene Verbindlichkeiten der Kreditinstitute	110
4.3	Zentralbankbilanzstruktur	121
4.4	Beiträge zur Liquidität des Bankensystems	122

## ABBILDUNGEN

1.1	Beschlussorgane der EZB	19
1.2	Rotationssystem mit drei Gruppen im EZB-Rat bei 27 Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets	21
2.1	Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan	31
2.2	Öffentliches Defizit und öffentliche Verschuldung in den 12 Euro-Ländern	35
2.3	Funktionen von Finanzsystemen	40
2.4	Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) am Jahresende 2010	51
2.5	Anteile der Komponenten von M3 in % am Jahresende 2010	53
2.6	Inflationsdispersion im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten	55
2.7	Dispersion des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten	56
3.1	Vereinfachte Darstellung des Transmissionsmechanismus von den Zinssätzen zu den Preisen	64
3.2	Aufgliederung der Frequenzen von M3 und HVPI	85
3.3	Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie der EZB	90

3.4	Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet	<b>99</b>
4.1	Aufschlüsselung der als Sicherheiten hinterlegten Aktiva	<b>107</b>
4.2	EZB-Leitzinsen und EONIA seit 1999	<b>108</b>
4.3	Die Funktionsweise des Mindestreservesystems des Eurosystems	<b>113</b>
4.4	Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten	<b>118</b>
4.5	Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode	<b>119</b>
4.6	Volumen der Haupt- und der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte	<b>123</b>
4.7	Mindestreserve-Soll und autonome Faktoren	<b>124</b>
5.1	Leitzinsen der EZB in den sechs Phasen	<b>127</b>
5.2	Teuerungsrate nach dem HVPI	<b>129</b>
5.3	Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro und Ölpreise	<b>129</b>
5.4	M1 und Kredite an den privaten Sektor	<b>130</b>
5.5	M3-Wachstum	<b>130</b>
5.6	Reales BIP, Industrieproduktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet	<b>131</b>
5.7	Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet	<b>132</b>
5.8	Differenz zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem EONIA-Swapsatz	<b>136</b>
5.9	Renditedifferenz zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Währungsgebiets gegenüber entsprechenden deutschen Papieren	<b>138</b>

## VORWORT

Am 1. Januar 1999 wurde eine neue Währung – der Euro – ins Leben gerufen. Heute ist der Euro die offizielle Währung in 17 europäischen Ländern mit mehr als 330 Millionen Bürgerinnen und Bürgern und ein Stabilitätsanker für Europa.

Der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEU-Vertrag, AEUV) definiert die Gewährleistung von Preisstabilität als vorrangiges Ziel des Eurosystems und trägt damit der in der Gesellschaft weit verbreiteten Auffassung Rechnung, dass die Gewährleistung stabiler Preise der beste Beitrag der Geldpolitik zum Wirtschaftswachstum, zur Schaffung von Arbeitsplätzen und zum sozialen Zusammenhalt ist. Von Beginn an hat sich der EZB-Rat einen sehr klaren numerischen Richtwert gesetzt, an dem unsere Bürgerinnen und Bürger den Erfolg der einheitlichen Geldpolitik messen können. Ziel des EZB-Rats ist es, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.

Dem Eurosystem ist es von Anfang an gelungen, Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht zu gewährleisten. In den ersten zwölf Jahren des Bestehens der Gemeinschaftswährung lag die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate im Euroraum unter, aber nahe 2 %, und die Inflationserwartungen blieben fest auf einem Niveau verankert, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Gemessen daran, inwieweit die Kaufkraft der privaten Haushalte im Eurogebiet erhalten werden konnte, hat der Euro eine höhere Glaubwürdigkeit als seine Vorgängerwährungen in den vergangenen 50 Jahren.

Die Bedingungen für das Erreichen von Preisstabilität waren nicht einfach, und die einheitliche Geldpolitik sah sich einigen großen Herausforderungen gegenüber. Mehrere negative Schocks haben die Wirtschaft des Euroraums erschüttert. Die EZB hatte zeitweise mit starken Schwankungen der internationalen Rohstoffpreise zu kämpfen, die sich der Kontrolle der Geldpolitik entziehen. Sie hatte Phasen der Unsicherheit in der Weltwirtschaft zu bewältigen, darunter die geopolitischen Spannungen im Gefolge der Terroranschläge vom 11. September 2001 und die schwerwiegendste Finanzkrise seit der Weltwirtschaftskrise der Dreißigerjahre.

Die jüngste Krise hat gezeigt, dass ein Quantensprung zur Stärkung des institutionellen Rahmens der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) erforderlich ist. Während sich die monetären Aspekte der WWU als robust erwiesen haben, traten hinsichtlich ihrer wirtschaftlichen Funktionsweise einige Schwachstellen offen zutage. Die wirtschaftspolitische Steuerung im Eurogebiet, einschließlich des im Stabilitäts- und Wachstumspakt und in den nationalen wirtschaftspolitischen Regelwerken verankerten finanzpolitischen Regimes, muss verstärkt werden. Auch müssen wir einen strikten und glaubwürdigen Überwachungsrahmen schaffen und umsetzen.

Dieses Buch bietet einen umfassenden Überblick über die Geldpolitik der EZB. Die vorliegende dritte Ausgabe trägt neuen Entwicklungen Rechnung, die sich seit der Veröffentlichung der letzten Ausgabe im Jahr 2004 ergeben haben. Die Auswirkungen des am

1. Januar 2009 in Kraft getretenen Vertrags von Lissabon auf den rechtlichen Rahmen wurden berücksichtigt. Der Überblick über die wichtigsten wirtschaftlichen und finanziellen Merkmale des Euro-Währungsgebiets wurde anhand zusätzlicher Daten aus den letzten sechs Jahren aktualisiert. Mitte 2007 beschloss der EZB-Rat ein Forschungsprogramm zur Verbesserung der monetären Analyse der EZB, dessen wichtigste Ergebnisse zusammen mit der geldpolitischen Zwei-Säulen-Strategie der EZB vorgestellt werden. Die flexible Gestaltung und die breite Palette der innerhalb des Handlungsrahmens des Eurosystems zur Verfügung stehenden Instrumente und Verfahren bildeten die Grundlage für die mutige Reaktion der EZB auf die Finanzkrise. Hierzu zählt auch die Einführung einer Reihe von geldpolitischen Sondermaßnahmen,

die in dieser Ausgabe erläutert werden. Abschließend wird ein kurzer Überblick über die Durchführung der Geldpolitik in den nahezu zwölf Jahren des Bestehens der WWU gegeben.

Ich bin sicher, dass diese dritte Ausgabe des Buches „Die Geldpolitik der EZB“ das Verständnis der Geldpolitik der EZB weiter vertiefen wird.

Frankfurt am Main, Mai 2011

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

Jean-Claude Trichet  
Präsident der EZB



## EINLEITUNG

Am 1. Januar 1999 übernahm die EZB die Verantwortung für die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, dem weltweit zweitgrößten Wirtschaftsraum nach den Vereinigten Staaten. Dies war ein Meilenstein in einem langen und schwierigen Integrationsprozess zwischen europäischen Ländern. Zwölf Jahre danach genießt die EZB wegen ihrer soliden, auf die Gewährleistung von Preisstabilität im Euroraum ausgerichteten Geldpolitik in aller Welt eine hohe Glaubwürdigkeit.

Der robuste geldpolitische Rahmen der EZB gründet auf den Lehren, die viele Zentralbanken aus jahrzehntelangen Erfahrungen gezogen haben; diese reichen von gescheiterten Versuchen einer Feinsteuerung der Wirtschaft und der daraus resultierenden Stagflation, die in den Siebzigerjahren in zahlreichen Industrieländern vorherrschte, bis hin zu den von Erfolg gekrönten Bemühungen der Achtzigerjahre, die Inflation auf ein Niveau zu senken, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Der institutionelle Rahmen der einheitlichen Geldpolitik beruht auf zwei Grundprinzipien, die für eine solide Geldpolitik unerlässlich sind. Erstens muss das Mandat der Zentralbank klar und unmissverständlich auf die Gewährleistung von Preisstabilität ausgerichtet sein. Zweitens muss die Zentralbank unabhängig sein. Mit der Ratifizierung des Vertrags von Lissabon wurde das der EZB erteilte klare und eindeutige Mandat zur Gewährleistung von Preisstabilität bestätigt und sogar untermauert, indem das vorrangige Ziel der EZB, nämlich die Preisstabilität, zu einem Ziel der Europäischen Union insgesamt erhoben wurde. Bei der Erfüllung dieses

Mandats genießt die EZB vollständige politische Unabhängigkeit; hierzu zählt auch das Verbot der monetären Finanzierung staatlicher Stellen.

Die EZB verfolgt seit ihrer Gründung eine eindeutige geldpolitische Strategie, die sowohl in turbulenten Zeiten als auch in ruhigeren Phasen erfolgreich gewesen ist. Seit 1998 definiert die EZB Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex für das Euro-Währungsgebiet von mittelfristig unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Aus dieser Definition wird klar, dass eine Preissteigerungsrate von über 2 % mit Preisstabilität – dem vorrangigen Ziel der EZB – nicht vereinbar ist. Ferner ergibt sich hieraus, dass auch sehr niedrige Inflationsraten und insbesondere eine Deflation mit Preisstabilität nicht vereinbar sind. Im Jahr 2003 bestätigte der EZB-Rat im Rahmen der Überprüfung seiner geldpolitischen Strategie die quantitative Definition von Preisstabilität und stellte klar, dass er bei der Verfolgung dieses Ziels bestrebt ist, die Teuerungsrate im Eurogebiet mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.

Eines der wichtigsten Merkmale der geldpolitischen Strategie der EZB ist ihr Zwei-Säulen-Konzept zur Analyse der Risiken für die Preisstabilität. Bei den beiden Säulen handelt es sich um zwei einander ergänzende Sichtweisen zur Bestimmung der Preisentwicklung. Eine Perspektive, die sogenannte wirtschaftliche Analyse, ist auf die Beurteilung der kurz- bis mittelfristigen Bestimmungsfaktoren der Preisentwicklung – mit Schwerpunkt auf der realwirtschaftlichen Situation und den Kostenfaktoren, die für

die Preisentwicklung über diese Zeithorizonte maßgeblich sind – ausgerichtet. Sie trägt der Tatsache Rechnung, dass die kurz- bis mittelfristige Preisentwicklung weitgehend vom Zusammenspiel zwischen Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten bestimmt wird.

Zwar können über kürzere Zeithorizonte hinweg viele Faktoren die Preisentwicklung beeinflussen, doch ist unbestritten, dass länger anhaltende Phasen hoher Inflation mit einem starken Geldmengenwachstum einhergehen und die Teuerung letztlich ein monetäres Phänomen ist. Daher gründet die zweite Perspektive, die als monetäre Analyse bezeichnet wird, auf dem auf mittlere bis längere Sicht bestehenden Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Preissteigerung und nutzt dabei die Vorlaufeigenschaften der Geldmengenentwicklung in Bezug auf die Inflationsentwicklung. Die monetäre Analyse dient insbesondere dazu, die kurz- bis mittelfristigen Hinweise für die Geldpolitik, die sich aus der wirtschaftlichen Analyse ergeben, aus mittel- bis langfristiger Perspektive zu überprüfen.

Zwei bedeutende Entwicklungen aus der Zeit nach der Veröffentlichung der zweiten Auflage dieses Buches verdienen besondere Erwähnung.

### **Weiterentwicklung der monetären Analyse**

Die Erfahrung hat gezeigt, dass die Kommunikation der monetären Analyse mitunter eine große Herausforderung darstellen kann. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass die vorherrschende volkswirtschaftliche Lehre

die Analyse monetärer Daten und die Entwicklung der theoretischen wie auch empirischen Forschung über die Wechselbeziehung zwischen Geldnachfrage und Geldschöpfung sowie deren Auswirkungen auf die Preissetzung lange vernachlässigt hat.

Wie bei allen Formen der Analyse müssen auch die zur monetären Analyse eingesetzten Instrumente im Zuge neu eingehender Daten und verbesserter Methoden stetig verfeinert und weiterentwickelt werden, damit sie für geldpolitische Entscheidungen relevant bleiben. Als der EZB-Rat im Frühjahr 2007 mit einem übermäßigen Geldmengenwachstum und daraus resultierenden, als schwerwiegend eingestuften Herausforderungen konfrontiert war, beschloss er, diesem fortlaufenden Prozess zusätzliche Impulse zu verleihen, und legte ein Forschungsprogramm zur Weiterentwicklung der monetären Analyse der EZB auf. Neue Forschungsarbeiten<sup>1</sup> haben zu einem tieferen Verständnis des Zusammenhangs zwischen der längerfristigen Entwicklung des Geldmengenwachstums und der Inflation sowie zu einer differenzierteren Auffassung darüber geführt, wie dieser Zusammenhang zur Unterstützung geldpolitischer Entscheidungen genutzt werden kann. Dabei wurde die Solidität der auf zwei Säulen beruhenden geldpolitischen Strategie seit der Einführung des Euro bestätigt; Gleiches gilt für die herausragende Rolle, die der monetären Analyse als wertvoller Orientierungshilfe für geldpolitische Entscheidungen zukommt.

### **Reaktion der EZB auf die Finanzkrise**

Die zweite Herausforderung, der sich die EZB nach Veröffentlichung der

<sup>1</sup> Siehe L. Papademos und J. Stark (Hrsg.), *Enhancing monetary analysis*, EZB, 2010.

zweiten Ausgabe dieses Buches gegenüber, war die weltweite Finanzkrise, die im Jahr 2007 einsetzte und im Herbst 2008 voll zum Ausbruch kam. In derart unsicheren Zeiten ist es von großem Vorteil, sich auf eine solide geldpolitische Strategie stützen zu können. Das klare und eindeutige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität bildete die feste Grundlage für alle Entscheidungen der EZB und stellte einen Fixpunkt für die Steuerung der Erwartungen des privaten Sektors dar. Dank der Glaubwürdigkeit der EZB konnte die Preisstabilität gewährleistet werden. In diesem Zusammenhang hat sich unsere geldpolitische Strategie als robust erwiesen.

Während der Krise behielt die Geldpolitik in ihrer Reaktion auf wirtschaftliche und finanzielle Schocks stets die angemessene mittelfristige Ausrichtung bei, um eine solide Verankerung der Inflationserwartungen im Einklang mit dem Ziel des EZB-Rats, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten, sicherzustellen. Diese mittelfristige Orientierung bedeutete, dass die Geldpolitik über kurzfristige Preisschwankungen hinausschauen und Störungen im geldpolitischen Transmissionsmechanismus beheben musste. Dabei war es vor allem die monetäre Analyse, die dafür sorgte, dass die Durchführung der Geldpolitik auf die mittlere Frist ausgerichtet blieb.

In Zeiten erhöhter Anspannung und Unsicherheit nutzte die EZB ihre Liquiditätsoperationen auf pragmatische Weise. Der EZB-Rat senkte nicht nur die Leitzinsen auf ein historisch niedriges Niveau, sondern beschloss darüber hinaus Sondermaßnahmen, die sogenannten erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe,

um den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik wiederherzustellen. Sämtliche Sondermaßnahmen sind zeitlich befristet und in der Regel so ausgestaltet, dass sie automatisch auslaufen. Mit ihrer Hilfe soll sichergestellt werden, dass die Preisstabilität auf mittlere Sicht gewährleistet bleibt.

---

Das Buch ist wie folgt gegliedert: Kapitel 1 beschreibt die wichtigsten institutionellen Merkmale, die für das Verständnis der einheitlichen Geldpolitik von Bedeutung sind. Um mit der Geldpolitik der EZB vertraut zu werden, ist eine solide Kenntnis des institutionellen Rahmens der WWU erforderlich. Dieses Kapitel beinhaltet grundlegende Aspekte, wie etwa das vorrangige Ziel des Eurosystems und die Zentralbankunabhängigkeit.

Kapitel 2 bietet einen umfassenden Überblick über die wichtigsten Wirtschafts- und Finanzstrukturen des Euro-Währungsgebiets. Zunächst wird auf die Hauptmerkmale der Realwirtschaft eingegangen, wobei der Schwerpunkt auf die Produktionsstruktur, die Bevölkerungskennziffern und die wichtigsten Arbeitsmarktgegebenheiten, die Finanzpolitik sowie die Handelsbeziehungen zwischen dem Euroraum und der übrigen Welt gelegt wird. Außerdem werden im Rahmen einer Untersuchung der Finanzmärkte und Finanzinstitute die zentralen Elemente der Finanzstruktur dargelegt.

In Kapitel 3 wird die geldpolitische Strategie der EZB beschrieben, d. h. der allgemeine Ansatz, den die EZB zur Gewährleistung ihres vorrangigen Ziels der Preisstabilität verfolgt. Nach einer Erläuterung der wichtigsten Merkmale des geldpolitischen

Transmissionsmechanismus und ihrer Auswirkungen auf die Durchführung der Geldpolitik wird in diesem Kapitel auf die Kernpunkte der Strategie der EZB eingegangen. Zudem wird die Bedeutung dieser geldpolitischen Strategie hinsichtlich der geldpolitischen Reaktion auf die weltweite Finanzkrise untersucht.

In Kapitel 4 wird erklärt, wie das Eurosystem geldpolitische Beschlüsse mithilfe seiner geldpolitischen Instrumente umsetzt. Beginnend mit einem Überblick über die Ziele und Grundprinzipien, die den Handlungsrahmen des Eurosystems bestimmen, werden danach die wichtigsten geldpolitischen Instrumente (Offenmarktgeschäfte, das Mindestreservesystem und die ständigen Fazilitäten) näher ausgeführt. Abschließend folgt eine kurze Bewertung der Erfahrungen mit dem Handlungsrahmen in den ersten zwölf Jahren der einheitlichen Geldpolitik.

Kapitel 5 beleuchtet die Durchführung der Geldpolitik im Euroraum seit 1999. In diesem Zeitraum wurde das Eurogebiet von einer Vielzahl wirtschaftlicher und finanzieller Schocks unterschiedlicher Art, Größenordnung

und Dauer erschüttert. Vor diesem Hintergrund setzte der EZB-Rat bei seinen geldpolitischen Entscheidungen den Schwerpunkt eindeutig auf die Notwendigkeit, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

Im Literaturverzeichnis finden sich Quellenangaben für weitere Informationen zu Themen, die in dieser Publikation nicht erschöpfend behandelt werden konnten.

Die Neuartigkeit und Reichhaltigkeit der geldpolitischen Strategie der EZB hat oftmals zu intensiven Diskussionen unter Wissenschaftlern und Marktakteuren geführt. Das vorliegende Buch sollte als Teil unserer fortwährenden Bemühungen angesehen werden, den geldpolitischen Ansatz der EZB zu erläutern.

Frankfurt am Main, Mai 2011

A handwritten signature in blue ink, reading 'Jürgen Stark'. The signature is written in a cursive, flowing style.

Jürgen Stark  
Mitglied des Direktoriums der EZB

# 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 ursprünglich elf nationalen Zentralbanken (NZBen) – aus denen am 1. Januar 2011 durch den Beitritt Estlands 17 wurden – auf eine neue supranationale Institution war ein Meilenstein in einem langen und schwierigen Integrationsprozess der europäischen Länder. Zwölf Jahre später genießt die EZB weltweit ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit für ihre solide Geldpolitik, deren Ziel es ist, die Preisstabilität im Euroraum zu gewährleisten. In diesem Kapitel werden die für das Verständnis der einheitlichen Geldpolitik wesentlichen institutionellen Aspekte behandelt.

Rechtliche Grundlage für die einheitliche Geldpolitik

**Die EZB, das Eurosystem und das ESZB**  
Die rechtlichen Grundlagen für die einheitliche Geldpolitik sind der Vertrag über die Europäische Union (EUV)<sup>1</sup>, der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) und die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung). Auszüge der wichtigsten rechtlichen Bestimmungen finden sich in Kasten 1.1.

Die EZB, das Eurosystem und das ESZB

Durch die Verträge und die ESZB-Satzung, die den Verträgen als Protokoll beigelegt ist, wurden die EZB, das Eurosystem und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) errichtet. Die EZB ist ein Organ der EU (Artikel 13 EUV). Das Eurosystem umfasst die EZB und die NZBen der EU-Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist,<sup>2</sup> während sich das ESZB aus der EZB und den NZBen aller EU-Mitgliedstaaten zusammensetzt (Artikel 282 Absatz 1 AEUV).<sup>3</sup> Die Unterscheidung zwischen Eurosys-

tem und ESZB bleibt notwendig, solange der Euro nicht in allen Mitgliedstaaten eingeführt ist.

## Die Erweiterung des Euro-Währungsgebiets

Der Ausdruck „Euro-Währungsgebiet“ bezieht sich auf jene EU-Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist. Dieses Gebiet erstreckt sich gegenwärtig von Zypern bis Irland und von Portugal bis Finnland. Bislang hat mehr als die Hälfte der EU-Mitgliedstaaten den Euro als offizielle Währung eingeführt.

Euro-Währungsgebiet

Seitdem der Euro 1999 in elf EU-Mitgliedstaaten eingeführt wurde, hat es fünf Erweiterungsrounden des Eurogebiets gegeben, wodurch sich die Zahl der Mitglieder auf 17 erhöhte (Stand: 2011). Aktuell gibt es zehn EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euroraum angehören, nämlich Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen,

Erweiterung des Eurogebiets

<sup>1</sup> Durch den am 1. Januar 2009 in Kraft getretenen Vertrag von Lissabon wurde der Vertrag über die Europäische Union abgeändert.

<sup>2</sup> Die Zentralbankpräsidenten der EU-Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist, nehmen nicht an der geldpolitischen Entscheidungsfindung für das Euro-Währungsgebiet teil; diese NZBen sind auch nicht an der operativen Umsetzung dieser Entscheidungen beteiligt.

<sup>3</sup> Im Gegensatz zum ESZB als Ganzem wurde die EZB durch die Verträge mit Rechtspersönlichkeit ausgestattet. Die einzelnen NZBen besitzen eigenständige Rechtspersönlichkeit gemäß dem jeweils geltenden innerstaatlichen Recht.

Rumänien, Schweden und das Vereinigte Königreich. Dänemark und das Vereinigte Königreich haben einen durch eine Opting-out-Klausel begründeten Sonderstatus; die anderen acht Länder gelten als potenzielle Kandidaten für die Einführung des Euro (d. h., sie sind „Mitgliedstaaten mit einer Ausnahmeregelung“).

#### Erfordernis einer nachhaltigen Konvergenz

Sobald ein Land dem Euro-Währungsgebiet beigetreten ist, kann es keine eigene Zins- und Wechselkurspolitik mehr verfolgen. Ist die Konvergenz in einem Land nicht nachhaltig, kann dies zu Problemen bei der Wettbewerbsfähigkeit führen, die nicht mehr durch Wechselkursanpassungen gelöst werden können. Um eine reibungslose Integration eines EU-Mitgliedstaats in den Euroraum zu gewährleisten, muss er eine Reihe von rechtlichen und wirtschaftlichen Voraussetzungen, die sogenannten Konvergenzkriterien, erfüllen. Die rechtlichen Konvergenzkriterien verpflichten künftige Euro-Länder, ihre nationalen Rechtsvorschriften mit der einschlägigen für das Eurosystem geltenden Gesetzgebung (z. B. bezüglich der Unabhängigkeit der Zentralbank) in Einklang zu bringen. Bei den wirtschaftlichen Konvergenzkriterien müssen ein hoher Grad an Preisstabilität, eine solide Haushaltslage, Wechselkursstabilität und eine Konvergenz der langfristigen Zinssätze erreicht werden.

#### Mandat, Unabhängigkeit und Berichtspflichten des Eurosystems

#### Herausragende Rolle der Preisstabilität

Artikel 127 Absatz 1 AEUV – der sich auf das ESZB und nicht auf das Eurosystem bezieht, da er auf der Annahme beruht, dass sämtliche EU-Mitgliedstaaten letztlich den Euro einführen – besagt, dass es das vorrangige Ziel des 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 EU unterstützt, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 EUV festgelegten Ziele der EU beizutragen.

In Artikel 3 EUV sind die Ziele der EU festgelegt. Diese umfassen unter anderem die nachhaltige Entwicklung Europas auf der Grundlage eines ausgewogenen Wirtschaftswachstums und von Preisstabilität sowie eine in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt. Preisstabilität ist daher nicht nur das vorrangige Ziel der Geldpolitik der EZB, sondern auch ein Ziel der Europäischen Union insgesamt. Die Verträge stellen somit eine eindeutige Rangfolge der Ziele für das Eurosystem auf, wodurch deutlich wird, dass Preisstabilität der wichtigste Beitrag ist, den die Geldpolitik zur Erreichung eines günstigen wirtschaftlichen Umfelds und eines hohen Beschäftigungsniveaus leisten kann.

Wie für den US-Dollar gilt auch für den Euro ein flexibles Wechselkursregime. Der Wechselkurs ist demnach kein gesondertes geldpolitisches Instrument. Bei der Durchführung ihrer Geldpolitik berücksichtigt die EZB den Wechselkurs, soweit er sich auf die allgemeine Wirtschaftslage und die Aussichten für die Preisstabilität auswirkt (siehe Kapitel 3). Zwar ist in den Verträgen vorgesehen, dass Entscheidungen über Wechselkursregelungen gemeinsam vom ECOFIN-Rat (de facto ist dies die Eurogruppe) und von der EZB zu treffen sind, aber die darin enthaltenen Bestimmungen stellen sicher, dass die Wechselkurspolitik mit dem vorrangigen Ziel der einheitlichen Geldpolitik voll und ganz vereinbar ist. In Artikel 119 AEUV ist aus-

#### Wechselkurs-system stützt die Preisstabilität

drücklich festgelegt, dass die Gewährleistung der Preisstabilität das vorrangige Ziel einer einheitlichen Geld- sowie Wechselkurspolitik ist. Überdies schreiben die Verträge in Bezug auf den Gesamtrahmen der Wechselkurspolitik vor, dass Entscheidungen auf diesem Gebiet dem vorrangigen Ziel nicht zuwiderlaufen dürfen. Und schließlich ist allein das Eurosystem dafürzuständig, Devisenmarktgeschäfte zu beschließen und durchzuführen.

#### Geld- und Finanzpolitik

Eines der hervorstechendsten Merkmale des Euro-Währungsgebiets ist die Kombination einer zentralisierten *Geldpolitik* mit einer weitgehend dezentral ausgeübten, aber gleichwohl eng koordinierten *Finanzpolitik*. Diese Verbindung aus einer gemeinsamen Geldpolitik und einer einzelstaatlichen Finanzpolitik ist Kernstück des institutionellen Rahmens, der die Interaktion zwischen diesen beiden Politikbereichen im Euroraum regelt und das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) sicherstellen soll. Zugleich müssen die EU-Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse betrachten und sie im EU-Rat koordinieren (Artikel 121 Absatz 1 AEUV). Die Grundlage dieses Gefüges bilden eindeutig festgelegte Ziele und eine klare Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen den einzelnen Politikbereichen. Was das Zusammenwirken von Geld- und Finanzpolitik betrifft, so ermöglicht der Handlungsrahmen gut aufeinander abgestimmte Ergebnisse, sofern alle Entscheidungsträger ihrer Verantwortung nachkommen.

#### Regelungen für eine solide Finanzpolitik

Die Finanzpolitik übt einen großen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum, die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Teuerungsrate aus. Auf EU-Ebene

wurden eine Reihe institutioneller Vorkehrungen für eine solide Finanzpolitik getroffen, auch um damit die Risiken für die Preisstabilität zu begrenzen (siehe Kasten 2.1). Diese umfassen

- das Verbot der monetären Finanzierung (Artikel 123 AEUV),
- das Verbot des bevorrechtigten Zugangs zu Finanzinstituten (Artikel 124 AEUV),
- die sogenannte No-bail-out-Klausel (Artikel 125 AEUV),
- die finanzpolitischen Bestimmungen zur Vermeidung übermäßiger öffentlicher Defizite (Artikel 126 AEUV, in dem auch das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit niedergelegt ist) und
- den Stabilitäts- und Wachstumspakt (sekundärrechtliche Vorschriften auf Grundlage von Artikel 121 und 126 AEUV).

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. In Artikel 130 AEUV ist dieses wichtige Prinzip 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 EU, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Zudem müssen gemäß diesem Artikel auch die Organe und Einrichtungen der EU sowie die Regierungen der EU-Mitgliedstaaten den Grundsatz der Unabhängigkeit beachten und dürfen nicht versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB oder der NZBen bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen.

#### Politische Unabhängigkeit

Es gibt noch weitere Vorkehrungen zur Wahrung der Unabhängigkeit des Eurosystems und der Beschlussorgane der EZB. So ist die EZB in finanzieller Hinsicht von der EU unabhängig: Die EZB hat ihren eigenen Etat, 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 der EZB nicht wiederernannt werden dürfen, tragen ebenfalls dazu bei, eine mögliche politische Einflussnahme auf die einzelnen Mitglieder der EZB-Beschlussorgane zu verhindern. Darüber hinaus wird die Unabhängigkeit des Eurosystems durch das in den Verträgen festgelegte Verbot der Bereitstellung von Zentralbankkrediten jeglicher Art an öffentliche Stellen gewahrt (siehe Kasten 2.1).

### **Berichtspflichten**

Zur Sicherstellung der Legitimität müssen die von einer unabhängigen Zentralbank im Rahmen ihres Auftrags durchgeführten Maßnahmen von demokratischen Institutionen und der Öffentlichkeit kontrolliert werden können. Unter strikter Beachtung der Unabhängigkeit des Eurosystems ist in Artikel 15 der ESZB-Satzung genau vorgeschrieben, welche Berichtspflichten die EZB zu erfüllen hat. So ist sie gehalten, vierteljährlich einen Bericht über die Tätigkeit des Eurosystems sowie wöchentlich einen konsolidierten Ausweis zu veröffentlichen. Des Weiteren ist sie verpflichtet, dem Europäischen Parlament, dem EU-Rat, der Europäischen Kommission sowie dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über ihre Tätigkeit und über die Geld- und Währungspolitik im vergangenen und im laufenden Jahr zu unterbreiten. Zudem nehmen der Präsident der EZB und andere Mitglieder des EZB-Direktoriums im Einklang mit

Artikel 284 AEUV häufig an vom Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments organisierten Anhörungen teil. In der Praxis geht die EZB über diese satzungsmäßigen Berichtspflichten sogar hinaus (siehe Kapitel 3).

### **Aufgaben des Eurosystems**

Gemäß Artikel 127 Absatz 2 AEUV bestehen die grundlegenden Aufgaben des Eurosystems darin,

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

Weitere Aufgaben betreffen die folgenden Gebiete: Im Bereich der *Banknoten* hat die EZB das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Banknoten innerhalb des Euroraums zu genehmigen. Was die *Statistik* anbelangt, so erhebt die EZB in Zusammenarbeit mit den NZBen entweder bei nationalen Stellen oder direkt bei den Wirtschaftsakteuren die für die Durchführung der Aufgaben des Eurosystems notwendigen statistischen Daten. Auf dem Feld der *Finanzstabilität und der Bankenaufsicht* trägt das Eurosystem zur reibungslosen Durchführung der Maßnahmen bei, die von den Behörden ergriffen werden, deren Aufgabe die Beaufsichtigung von Kreditinstituten und die Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems ist. In Bezug auf die *internationale und europäische Zusammenarbeit* unterhält die EZB Arbeitsbeziehungen mit den entsprechenden Institutionen, Gremien und Foren sowohl innerhalb der EU als auch auf internationaler Ebene hinsichtlich der dem Eurosystem obliegenden Aufgaben.



Preisstabilität stellt in einem stabilen finanziellen Umfeld den besten Beitrag dar, den die Geldpolitik zum Erreichen anderer Ziele leisten kann (siehe auch Kapitel 3). Zugleich kann finanzielle Instabilität der Fähigkeit der Zentralbank, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten, abträglich sein. In einer freien Marktwirtschaft ist die Erreichung und Wahrung von Finanzstabilität in erster Linie Aufgabe der Marktteilnehmer, von denen erwartet wird, dass sie ihre Risiken korrekt einschätzen und wirksam steuern und die finanziellen Konsequenzen ihrer Geschäfte tragen. Da die Finanzstabilität als ein „öffentliches Gut“ angesehen wird, ist es gleichwohl erforderlich, dass ein institutioneller Rahmen zur Sicherung der Finanzstabilität und zur Begrenzung der Auswirkungen von Instabilität vorhanden ist.

Zur Förderung der Finanzstabilität sind in den Verträgen bestimmte Kooperationsmechanismen vorgesehen. Erstens muss das Eurosystem nach Artikel 127 Absatz 5 AEUV zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen beitragen. Zweitens ist die EZB gemäß Artikel 25.1 der ESZB-Satzung zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der EU und zu allen Entwürfen für Rechtsvorschriften der nationalen Behörden, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen, zu hören. Darüber hinaus kann die EZB den EU-Rat, die Europäische Kommission und die zuständigen nationalen Behörden in Fragen des Geltungsbereichs und der Anwendung der Rechtsvorschriften der EU hinsichtlich der Aufsicht über die Kreditinstitute sowie der Stabilität des Finanzsystems beraten und von diesen konsultiert werden. Und drittens ist in Artikel 127

Absatz 6 AEUV die Möglichkeit vorgesehen, besondere aufsichtliche Aufgaben nach einem vereinfachten Verfahren der EZB zu übertragen, ohne dass die rechtlichen Bestimmungen hierfür geändert werden müssten.

Um den erheblichen Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken, wurden im Jahr 2010 der Europäische Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM) und die Europäische Finanzstabilitätsfazilität (EFSF) als neue Programme ins Leben gerufen. Der EFSM nahm am 10. Mai 2010 seine Tätigkeit auf, die EFSF wurde am 4. August desselben Jahres vollständig implementiert. Die EFSF darf am Markt Anleihen begeben, die mit Garantien der Euro-Länder besichert sind. Im Rahmen des EFSM und der EFSF vergebene Kredite zugunsten eines notleidenden Staates müssen mit detaillierten und ehrgeizigen politischen Auflagen einhergehen. Im März 2011 beschloss der EU-Rat, einen permanenten Krisenbewältigungsmechanismus, den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM), einzurichten. Der ESM wird ab Juni 2013 den neuen Rahmen für eine verstärkte wirtschaftspolitische Steuerung ergänzen.

Durch den institutionellen Rahmen werden dem Eurosystem keine direkten Zuständigkeiten für die Bankenaufsicht übertragen. In mehreren Euro-Ländern – wenn auch nicht in allen – sind die Zentralbanken für die Bankenaufsicht zuständig und haben Aufsichtsfunktionen inne oder sind zumindest eng darin eingebunden. Die dezentrale Kompetenzverteilung erfordert eine enge Zusammenarbeit a) innerhalb des Eurosystems zwischen der EZB und den NZBen, um mögliche Risiken für die Finanzstabilität im Eurogebiet zu überwachen, und b) zwischen dem

Eurosystem und nationalen Aufsichtsbehörden, um eine enge Koordinierung der Zentralbank- und Aufsichtsfunktionen bei der Sicherung der Finanzstabilität zu gewährleisten.

Das Eurosystem hat hierbei zwei Hauptaufgaben. Erstens überwacht und beurteilt es die größten Risiken für die Stabilität des Finanzsystems im Euroraum und führt zudem Marktoperationen durch, die darauf abzielen, allgemeinen finanziellen Schocks zu begegnen und Spannungen auf dem Geldmarkt im Eurogebiet abzubauen. Des Weiteren unterstützt das Eurosystem die zuständigen nationalen und EU-Behörden bei der Festlegung der Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität im Zusammenhang mit der Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität, der Finanzmarktregulierung und -aufsicht sowie dem Krisenmanagement. Zweitens überwacht das Eurosystem die Marktinfrastrukturen, was zu seiner grundlegenden Aufgabe der Förderung des reibungslosen Funktionierens von Zahlungssystemen gehört.

Die Finanzkrise hat erneut vor Augen geführt, dass die weltweiten Finanzmärkte sowie die vernetzten Finanzinstitute systemischen Risiken ausgesetzt sind. Um das Risiko eines Ausfalls systemischer Komponenten für das Finanzsystem zu verringern und insgesamt die Schockresistenz des Finanzsystems in der EU zu verbessern, wurden wichtige institutionelle Veränderungen in die Wege geleitet. Am 1. Januar 2011 trat die neue EU-Finanzaufsichtsarchitektur in Kraft. Diese umfasst drei neue europäische Aufsichtsbehörden für die Bereiche Banken, Versicherungen und Wertpapiermärkte, durch welche die mikroprudenzielle Aufsicht gestärkt werden soll, sowie den Europäischen Ausschuss für

Systemrisiken (European Systemic Risk Board – ESRB), ein unabhängiges Gremium der EU, dem die makroprudenzielle Überwachung des Finanzsystems in der EU obliegt. Die EZB ist mit der Führung des ESRB-Sekretariats betraut und leistet zudem analytische, statistische, administrative und logistische Unterstützung für das neue EU-Gremium.

Der ESRB soll zur Abwendung oder Eindämmung systemischer Risiken für die Finanzstabilität in der EU beitragen, die aus Entwicklungen innerhalb des Finanzsystems erwachsen. Er berücksichtigt hierfür – vor allem um eine Ausbreitung der Finanzmarktspannungen zu vermeiden – die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Durch sein Mitwirken am reibungslosen Funktionieren des Binnenmarkts stellt der ESRB sicher, dass der Finanzsektor einen nachhaltigen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leistet. Seine Hauptaufgaben sind die Überwachung und Beurteilung systemischer Risiken; er spricht gegenüber den jeweiligen politischen Entscheidungsträgern Warnungen und gegebenenfalls Empfehlungen aus, die einen Zeitplan für die zu ergreifenden Maßnahmen seitens der Politik enthalten. Die Unterstützung des ESRB durch die EZB beeinträchtigt den Grundsatz der Zentralbankunabhängigkeit nicht. Alle Mitglieder des Erweiterten Rats der EZB sind stimmberechtigt im Verwaltungsrat des ESRB vertreten. Der Präsident der EZB ist der erste Vorsitzende dieses Ausschusses; seine Amtszeit beträgt fünf Jahre. Der erste stellvertretende Vorsitzende ist ein Mitglied des Erweiterten Rats der EZB; auch er wird für fünf Jahre ernannt. Zum Lenkungsausschuss des ESRB gehören der Präsident und der Vizepräsident der EZB sowie vier weitere Mitglieder des Erweiterten Rats.

#### Aufgaben des ESRB

#### Eine neue Finanzaufsichtsarchitektur in der EU

Abbildung 1.1 **Beschlussorgane der EZB**



### Die Beschlussorgane der EZB

Die Geldpolitik der EZB basiert auf einem System der kollektiven Entscheidungsfindung (Artikel 129 und 132 AEUV). Es gibt zwei Beschlussorgane der EZB (Artikel 129 Absatz 1 AEUV), 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.

des Euroraums, Beschlüsse in 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 Beschlüsse notwendigen Leitlinien.

Dem Direktorium gehören der Präsident und der Vizepräsident der EZB sowie vier weitere Mitglieder an, die seit Inkrafttreten des Vertrags von Lissabon alle mit qualifizierter Mehrheit vom Europäischen Rat auf Empfehlung des Rats der Europäischen Union ernannt werden. Gemäß Artikel 12.1 und 12.2 der ESZB-Satzung hat das Direktorium die Aufgabe,

#### EZB-Direktorium

**EZB-Rat** Der EZB-Rat besteht aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums und den Präsidenten der NZBen des Euro-Währungsgebiets (17 im Jahr 2011). 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 Beschlüsse, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem Eurosystem übertragenen Aufgaben zu gewährleisten, und
- legt die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets fest.

- die Sitzungen des EZB-Rats vorzubereiten,
- die Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Beschlüssen des EZB-Rats auszuführen und hierzu den NZBen des Euroraums die erforderlichen Weisungen zu erteilen,
- die laufenden Geschäfte der EZB zu führen und
- bestimmte vom EZB-Rat übertragene Befugnisse auszuüben, einschließlich bestimmter Befugnisse normativer Art.

Gemäß Artikel 12.1 der ESZB-Satzung gehört zur Festlegung der Geldpolitik

Der Erweiterte Rat setzt sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der NZBen sämtlicher EU-Mitgliedstaaten (27 im Jahr 2011) zusammen. Er wird so lange Bestand haben, wie es EU-Mitgliedstaaten gibt, deren Währung nicht der Euro ist. Der Erweiterte Rat trägt keine Verantwortung für geldpolitische Beschlüsse im Euro-Währungsgebiet. Er nimmt jene Aufgaben wahr, mit denen ursprünglich das Europäische Währungsinstitut (EWI) betraut war und die aufgrund der Tatsache, dass der Euro noch nicht von allen EU-Mitgliedstaaten eingeführt worden ist, weiterhin von der EZB zu erfüllen sind.<sup>4</sup> Gemäß Artikel 43, 44 und 46 der ESZB-Satzung sowie Artikel 141 Absatz 2 AEUV wirkt der Erweiterte Rat mit bei

- der Verstärkung der Koordinierung der Geldpolitiken der EU-Mitgliedstaaten, deren Währung nicht der Euro ist, 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 EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, unwiderruflich festzulegen.

#### **Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat**

Beschlüsse zur Geldpolitik und zu anderen Aufgaben des Eurosystems im Euro-Währungsgebiet sind aus der Sicht des Euroraums zu fassen. Bei der Beschlussfassung agieren die Mitglieder des EZB-Rats nicht als Vertreter ihres jeweiligen Landes, sondern vollkommen unabhängig in persönlicher Funktion. Jedes Mitglied des EZB-Rats

hat eine Stimme. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des EZB-Präsidenten den Ausschlag. Gemäß Artikel 10.2 der ESZB-Satzung fasst der EZB-Rat Beschlüsse mit einfacher Mehrheit. In der Praxis werden geldpolitische Beschlüsse im Allgemeinen durch eine Konsensbildung unter den Mitgliedern des EZB-Rats gestützt.

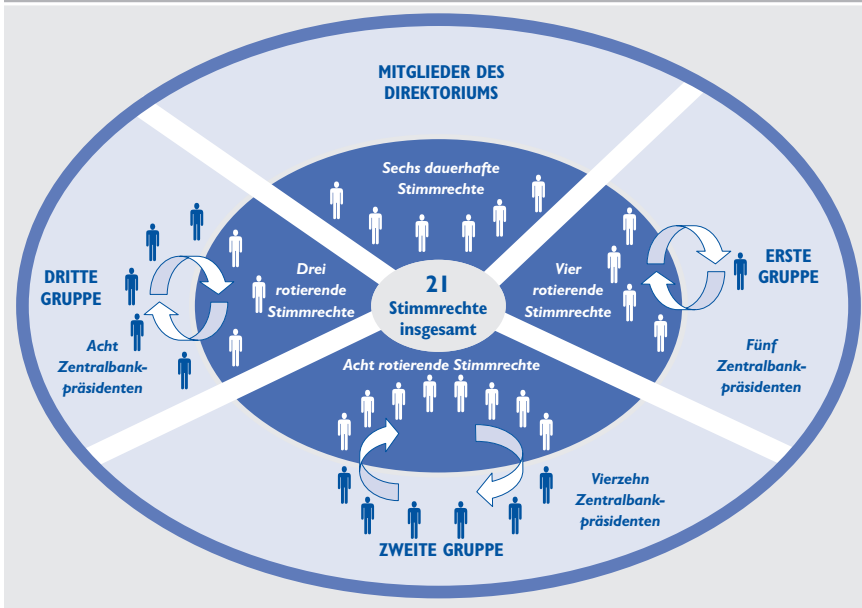
Auch nach künftigen Erweiterungen des Eurogebiets muss der EZB-Rat Entscheidungen zeitnah und effizient treffen können; aus diesem Grund war ein neues Abstimmungsverfahren erforderlich. Am 21. März 2003 verabschiedete der Europäische Rat eine Änderung des Artikels 10.2 der ESZB-Satzung, um die Abstimmungsmodalitäten im EZB-Rat anzupassen. Bei der Umsetzung eines neuen Rotationssystems soll den folgenden Grundsätzen Rechnung getragen werden: „ein Mitglied – eine Stimme“, persönliche Teilnahme, „Repräsentativität“, Beständigkeit und Automatismus, Gleichbehandlung, Transparenz und Einfachheit. Am 19. März 2009 beschloss der EZB-Rat ein Rotationssystem für die Stimmrechte im EZB-Rat, das im neuen Artikel 3a der Geschäftsordnung der EZB niedergelegt ist. Bei dem neuen Abstimmungsverfahren behalten alle sechs Direktionsmitglieder ein dauerhaftes Stimmrecht, aber die Stimmrechte der Präsidenten der NZBen werden einem Rotationsprinzip unterworfen, sobald das Euro-Währungsgebiet mehr als 18 Mitgliedstaaten umfasst.<sup>5</sup> Die Zentralbankpräsidenten werden nach Maßgabe eines in Artikel 10.2 der ESZB-Satzung aufgeführten Schlüssels bestimmten Gruppen zugeordnet. Die Stimmrechte rotieren unter den Präsidenten in

Änderung des  
Abstimmungs-  
verfahrens im  
EZB-Rat

<sup>4</sup> Weitere Einzelheiten zur Entstehung der WWU finden sich im Anhang.

<sup>5</sup> Am 18. Dezember 2008 beschloss der EZB-Rat, sein derzeitiges Abstimmungssystem beizubehalten und das Rotationssystem erst dann einzuführen, wenn die Anzahl der NZBen des Euroraums (und damit die Anzahl der stimmberechtigten NZB-Präsidenten) 18 anstatt, wie ursprünglich vorgesehen, 15 übersteigt.

Abbildung 1.2 **Rotationssystem mit drei Gruppen im EZB-Rat bei 27 Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets**



monatlichen Abständen. Bei der ersten Gruppe rotiert in jedem Monatszeitraum ein Stimmrecht; bei der zweiten und dritten Gruppe entspricht die Zahl der pro Monatszeitraum rotierenden Stimmrechte der Differenz zwischen der Anzahl der in diese Gruppe eingeteilten Zentralbankpräsidenten und der Anzahl der ihr zuerkannten Stimmrechte minus zwei. In Abbildung 1.2 wird das Rotationssystem mit drei Gruppen an einem aus 27 Mitgliedstaaten bestehenden Euroraum veranschaulicht. Durch das Rotationssystem wird eine umfassende Beteiligung der Mitglieder des EZB-Rats bei gleichzeitig relativ stabiler Zusammensetzung des stimmberechtigten Kollegiums gewährleistet. Erstens nehmen alle Präsidenten unabhängig von ihrem jeweiligen Stimmrecht an sämtlichen Sitzungen des EZB-Rats teil. Zweitens ist die Häufigkeit der Rotation so ausgestaltet, dass die Zeiträume ohne

Stimmrecht für die einzelnen Zentralbankpräsidenten kurz sind.

### Die Struktur der Ausschüsse des Eurosystems/ESZB

Bei den geldpolitischen Beschlüssen wird der EZB-Rat durch die sorgfältige Vorbereitung und Analyse der Experten des Eurosystems/ESZB unterstützt. Seit der Euro-Einführung wurde die vorhandene dezentrale Struktur genutzt und weiterentwickelt. Die Ausschüsse des Eurosystems/ESZB sind für die Koordination jener Aufgaben des Eurosystems bzw. des ESZB zuständig, die sowohl die EZB als auch die NZBen betreffen.

In den Eurosystem/ESZB-Ausschüssen sind Experten der NZBen und der EZB vertreten; die Ausschüsse decken die meisten Fachbereiche des Eurosystems bzw. des ESZB ab. Die Experten leisten – in Form von Sach-

**Ausschüsse des Eurosystems/ESZB**

kompetenz und fachlichen Empfehlungen – einen wertvollen Beitrag zu den Beratungen der Beschlussorgane der EZB. Überdies können die Ausschüsse eine Vielzahl von Arbeitsgruppen (Working Groups oder Task Forces) einsetzen. Die auf verschiedenen Ebenen durchgeführten Arbeiten tragen zur Meinungs- und Konsensbildung innerhalb des Eurosystems und des ESZB bei.

Aktuell gibt es folgende Ausschüsse des Eurosystems/ESZB: den Geldpolitischen Ausschuss (MPC), den Ausschuss für internationale Beziehungen (IRC), den Ausschuss für Marktope-rationen (MOC), den Ausschuss für

Statistik (STC), den Ausschuss für Zahlungs- und Verrechnungssysteme (PSSC), den Ausschuss für Finanzstabilität (FSC), den Banknotenausschuss (BANCO), den Ausschuss zur Kostenmethodik (COMCO), den Ausschuss für Informationstechnologie (ITC), den Ausschuss der internen Revisoren (IAC), den Ausschuss für Öffentlichkeitsarbeit des Eurosystems/ESZB (ECCO), den Rechtsausschuss (LEGCO), den Ausschuss für Rechnungswesen und monetäre Einkünfte (AMICO), den Haushaltsausschuss (BUCOM), die Personalleiterkonferenz (HRC), den IT-Lenkungsausschuss des Eurosystems (EISC) und den Ausschuss für Risikosteuerung (RMC).

## Kasten 1.1 Wichtige Bestimmungen der Verträge und der ESZB-Satzung

Dieser Kasten enthält eine Auswahl der wichtigsten geldpolitischen Bestimmungen des Vertrags über die Europäische Union, des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union und der ESZB-Satzung. Die vollständigen Rechtstexte können unter [www.europa.eu](http://www.europa.eu) und [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu) abgerufen werden.

### I. AUSZÜGE AUS DEM VERTRAG ÜBER DIE EUROPÄISCHE UNION

#### Artikel 3

(3) Die Union errichtet einen Binnenmarkt. Sie wirkt auf die nachhaltige Entwicklung Europas auf der Grundlage eines ausgewogenen Wirtschaftswachstums und von Preisstabilität, eine in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft, die auf Vollbeschäftigung und sozialen Fortschritt abzielt, sowie ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität hin. Sie fördert den wissenschaftlichen und technischen Fortschritt. [...]

(4) Die Union errichtet eine Wirtschafts- und Währungsunion, deren Währung der Euro ist.

#### Artikel 13

(1) Die Union verfügt über einen institutionellen Rahmen, der zum Zweck hat, ihren Werten Geltung zu verschaffen, ihre Ziele zu verfolgen, ihren Interessen, denen ihrer Bürgerinnen und Bürger und denen der Mitgliedstaaten zu dienen sowie die Kohärenz, Effizienz und Kontinuität ihrer Politik und ihrer Maßnahmen sicherzustellen.

Die Organe der Union sind:

- das Europäische Parlament,
- der Europäische Rat,
- der Rat,
- die Europäische Kommission (im Folgenden „Kommission“),
- der Gerichtshof der Europäischen Union,
- die Europäische Zentralbank,
- der Rechnungshof.

(2) Jedes Organ handelt nach Maßgabe der ihm in den Verträgen zugewiesenen Befugnisse nach den Verfahren, Bedingungen und Zielen, die in den Verträgen festgelegt sind. Die Organe arbeiten loyal zusammen.

(3) Die Bestimmungen über die Europäische Zentralbank und den Rechnungshof sowie die detaillierten Bestimmungen über die übrigen Organe sind im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union enthalten.

## **2. AUSZÜGE AUS DEM VERTRAG ÜBER DIE ARBEITSWEISE DER EUROPÄISCHEN UNION**

### **Artikel 119**

(1) Die Tätigkeit der Mitgliedstaaten und der Union im Sinne des Artikels 3 des Vertrags über die Europäische Union umfasst nach Maßgabe der Verträge 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 der Verträge und der darin vorgesehenen Verfahren eine einheitliche Währung, den Euro, 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 Union unter Beachtung des Grundsatzes einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb unterstützen sollen.

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

### **Artikel 121**

(1) Die Mitgliedstaaten betrachten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse und koordinieren sie im Rat nach Maßgabe des Artikels 120.

### **Artikel 127**

(1) Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden „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 Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union 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 119 genannten Grundsätze.

- (2) Die grundlegenden Aufgaben des ESZB bestehen darin,
- die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen,
  - Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel 219 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 Europäische Zentralbank wird gehört
- zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Union im Zuständigkeitsbereich der Europäischen Zentralbank,
  - von den nationalen Behörden zu allen Entwürfen für Rechtsvorschriften im Zuständigkeitsbereich der Europäischen Zentralbank, und zwar innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen, die der Rat nach dem Verfahren des Artikels 129 Absatz 4 festlegt.

Die Europäische Zentralbank kann gegenüber den zuständigen Organen, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union 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 einstimmig durch Verordnungen gemäß einem besonderen Gesetzgebungsverfahren und nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der Europäischen Zentralbank besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute und sonstige Finanzinstitute mit Ausnahme von Versicherungsunternehmen der Europäischen Zentralbank übertragen.

#### **Artikel 129**

(1) Das ESZB wird von den Beschlussorganen der Europäischen Zentralbank, nämlich dem Rat der Europäischen Zentralbank und dem Direktorium, geleitet.

#### **Artikel 130**

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

#### **Artikel 219**

(1) Abweichend von Artikel 218 kann der Rat entweder auf Empfehlung der Europäischen Zentralbank oder auf Empfehlung der Kommission und nach Anhörung der Europäischen Zentralbank in dem Bemühen, zu einem mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang



stehenden Konsens zu gelangen, förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für den Euro gegenüber den Währungen von Drittstaaten treffen. Der Rat beschließt nach dem Verfahren des Absatzes 3 einstimmig nach Anhörung des Europäischen Parlaments.

Der Rat kann entweder auf Empfehlung der Europäischen Zentralbank oder auf Empfehlung der Kommission und nach Anhörung der Europäischen Zentralbank in dem Bemühen, zu einem mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang stehenden Konsens zu gelangen, die Euro-Leitkurse innerhalb des Wechselkurssystems festlegen, ändern oder aufgeben. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament von der Festlegung, Änderung oder Aufgabe der Euro-Leitkurse.

(2) Besteht gegenüber einer oder mehreren Währungen von Drittstaaten kein Wechselkurssystem nach Absatz 1, so kann der Rat entweder auf Empfehlung der Kommission und nach Anhörung der Europäischen Zentralbank oder auf Empfehlung der Europäischen Zentralbank allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik gegenüber diesen Währungen aufstellen. Diese allgemeinen Orientierungen dürfen das vorrangige Ziel des ESZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht beeinträchtigen.

#### **Artikel 282**

(1) Die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken bilden das Europäische System der Zentralbanken (ESZB). Die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, bilden das Eurosystem und betreiben die Währungspolitik der Union.

(2) Das ESZB wird von den Beschlussorganen der Europäischen Zentralbank geleitet. Sein vorrangiges Ziel ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Unbeschadet dieses Zieles unterstützt es die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung ihrer Ziele beizutragen.

(3) Die Europäische Zentralbank besitzt Rechtspersönlichkeit. Sie allein ist befugt, die Ausgabe des Euro zu genehmigen. Sie ist in der Ausübung ihrer Befugnisse und der Verwaltung ihrer Mittel unabhängig. Die Organe, Einrichtungen und sonstigen Stellen der Union sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten achten diese Unabhängigkeit.

### **3. AUSZÜGE AUS DEM PROTOKOLL (NR. 4) ÜBER DIE SATZUNG DES EUROPÄISCHEN SYSTEMS DER ZENTRALBANKEN UND DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK**

#### **Artikel 10 (Der EZB-Rat)**

10.2. Jedes Mitglied des EZB-Rates hat eine Stimme. Ab dem Zeitpunkt, zu dem die Anzahl der Mitglieder des EZB-Rates 21 übersteigt, hat jedes Mitglied des Direktoriums eine Stimme und beträgt die Anzahl der stimmberechtigten Präsidenten der nationalen Zentralbanken 15. Die Verteilung und Rotation dieser Stimmrechte erfolgt wie im Folgenden dargelegt:

– Ab dem Zeitpunkt, zu dem die Anzahl der Präsidenten der nationalen Zentralbanken 15 übersteigt, und bis zu dem Zeitpunkt, zu dem diese 22 beträgt, werden die Präsidenten der nationalen Zentralbanken aufgrund der Position des Mitgliedstaats ihrer jeweiligen nationalen Zentralbank, die sich aus der Größe des Anteils des Mitgliedstaats ihrer jeweiligen nationalen Zentralbank am aggregierten Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen und an der gesamten aggregierten Bilanz der monetären Finanzinstitute

der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, ergibt, in zwei Gruppen eingeteilt. Die Gewichtung der Anteile am aggregierten Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen und an der gesamten aggregierten Bilanz der monetären Finanzinstitute beträgt  $\frac{5}{6}$  bzw.  $\frac{1}{6}$ . Die erste Gruppe besteht aus fünf Präsidenten der nationalen Zentralbanken und die zweite Gruppe aus den übrigen Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Die Präsidenten der nationalen Zentralbanken, die in die erste Gruppe eingeteilt werden, sind nicht weniger häufig stimmberechtigt als die Präsidenten der nationalen Zentralbanken der zweiten Gruppe. Vorbehaltlich des vorstehenden Satzes werden der ersten Gruppe vier Stimmrechte und der zweiten Gruppe elf Stimmrechte zugeteilt.

- Ab dem Zeitpunkt, zu dem die Anzahl der Präsidenten der nationalen Zentralbanken 22 beträgt, werden die Präsidenten der nationalen Zentralbanken nach Maßgabe der sich aufgrund der oben genannten Kriterien ergebenden Position in drei Gruppen eingeteilt. Die erste Gruppe, der vier Stimmrechte zugeteilt werden, besteht aus fünf Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Die zweite Gruppe, der acht Stimmrechte zugeteilt werden, besteht aus der Hälfte aller Präsidenten der nationalen Zentralbanken, wobei jeder Bruchteil auf die nächste ganze Zahl aufgerundet wird. Die dritte Gruppe, der drei Stimmrechte zugeteilt werden, besteht aus den übrigen Präsidenten der nationalen Zentralbanken.
- Innerhalb jeder Gruppe sind die Präsidenten der nationalen Zentralbanken für gleich lange Zeiträume stimmberechtigt.
- Artikel 29.2 gilt für die Berechnung der Anteile am aggregierten Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen. Die gesamte aggregierte Bilanz der monetären Finanzinstitute wird gemäß dem zum Zeitpunkt der Berechnung in der Union geltenden statistischen Berichtsrahmen berechnet.
- Bei jeder Anpassung des aggregierten Bruttoinlandsprodukts zu Marktpreisen gemäß Artikel 29.3 oder bei jeder Erhöhung der Anzahl der Präsidenten der nationalen Zentralbanken wird die Größe und/oder die Zusammensetzung der Gruppen nach den oben genannten Grundsätzen angepasst.
- Der EZB-Rat trifft mit einer Mehrheit von zwei Dritteln seiner stimmberechtigten und nicht stimmberechtigten Mitglieder alle zur Durchführung der oben genannten Grundsätze erforderlichen Maßnahmen und kann beschließen, den Beginn des Rotationssystems bis zu dem Zeitpunkt zu verschieben, zu dem die Anzahl der Präsidenten der nationalen Zentralbanken 18 übersteigt.

Das Stimmrecht wird persönlich ausgeübt. Abweichend von dieser Bestimmung kann in der in Artikel 12.3 genannten Geschäftsordnung vorgesehen werden, dass Mitglieder des EZB-Rates im Wege einer Telekonferenz an der Abstimmung teilnehmen können. In der Geschäftsordnung wird ferner vorgesehen, dass ein für längere Zeit an der Teilnahme an Sitzungen des EZB-Rates verhindertes Mitglied einen Stellvertreter als Mitglied des EZB-Rates benennen kann.

Die Stimmrechte aller stimmberechtigten und nicht stimmberechtigten Mitglieder des EZB-Rates gemäß den Artikeln 10.3, 40.2 und 40.3 bleiben von den Bestimmungen der vorstehenden Absätze unberührt.

Soweit in dieser Satzung nichts anderes bestimmt ist, beschließt der EZB-Rat mit einfacher Mehrheit seiner stimmberechtigten Mitglieder. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Präsidenten den Ausschlag.

Der EZB-Rat ist beschlussfähig, wenn mindestens zwei Drittel seiner stimmberechtigten Mitglieder an der Abstimmung teilnehmen. Ist der EZB-Rat nicht beschlussfähig, so kann der Präsident eine außerordentliche Sitzung einberufen, bei der für die Beschlussfähigkeit die Mindestteilnahmequote nicht erforderlich ist.

10.4. Die Aussprachen in den Ratssitzungen sind vertraulich. Der EZB-Rat kann beschließen, das Ergebnis seiner Beratungen zu veröffentlichen.

#### **Artikel 12 (Aufgaben der Beschlussorgane)**

12.1. Der EZB-Rat erlässt die Leitlinien und Beschlüsse, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem ESZB nach den Verträgen und dieser Satzung übertragenen Aufgaben zu gewährleisten. Der EZB-Rat legt die Geldpolitik der Union fest, gegebenenfalls einschließlich von Beschlüssen 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 Beschlüssen 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 284 Absatz 3 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union 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 Euro oder sonstige Währungen 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.

#### **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 41 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. Das vorliegende Kapitel gibt einen Überblick über die wichtigsten Wirtschafts- und Finanzstrukturen des Euro-Währungsgebiets. Zunächst werden die Hauptmerkmale der Realwirtschaft betrachtet, 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  
Wirtschaftsraum  
der Welt**

Während die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets relativ kleine, offene Volkswirtschaften darstellen, bildet das Eurogebiet insgesamt eine große, sehr viel geschlossenerere 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 wichtiger gesamtwirtschaftlicher Kennziffern des Euro-Währungsgebiets sind in Tabelle 2.1 aufgeführt.<sup>6</sup>

**Bevölkerung und  
Anteil am welt-  
weiten BIP**

Gemessen an der Bevölkerungszahl ist das Eurogebiet der größte entwickelte Wirtschaftsraum der Welt. Im Jahr 2009 belief sich die Gesamtbevölkerungszahl auf 330,5 Millionen und war damit etwas höher als in den Vereinigten Staaten und mehr als doppelt so hoch wie in Japan. Gemessen an der Kaufkraftparität belief sich der Anteil des Euro-Währungsgebiets am welt-

weiten BIP im Jahr 2009 auf 15,1 %, verglichen mit 20,4 % im Fall der Vereinigten Staaten und 6,0 % im Fall Japans. Die Anteile der einzelnen Länder des Euroraums waren erheblich geringer; so entfielen im Jahr 2009 auf die größte Volkswirtschaft im Eurogebiet 4,0 % des weltweiten BIP.

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 Privatwirtschaft 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 Euro-Währungsgebiet sehr klein. In allen drei Wirtschaftsräumen trägt die Industrie den zweitgrößten Teil zur gesamtwirtschaftlichen Produktion bei. Angesichts des hohen Entwicklungsstands dieser

**Größter Anteil  
am BIP des  
Eurogebiets  
entfällt auf  
den Dienst-  
leistungssektor**

<sup>6</sup> Mehrere der in diesem Abschnitt dargestellten Tabellen und Abbildungen werden regelmäßig auf der Website der EZB aktualisiert.

**Tabelle 2.1 Schlüsseldaten der Realwirtschaft des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2009**

	Einheit	Euro Währungs- gebiet	Vereinigte Staaten	Japan
Bevölkerung <sup>1)</sup>	in Mio	330,5	307,5	127,7
BIP (Anteil am weltweiten BIP) <sup>2)</sup>	in %	15,1	20,4	6,0
BIP pro Kopf <sup>2)</sup>	in Tsd €	27,1	36,9	25,8
<b>Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen</b>				
Landwirtschaft, Fischerei, Forstwirtschaft	in % des BIP	1,6	1,1*	1,6*
Industrie (einschließlich Baugewerbe)	in % des BIP	24,1	21,0*	27,3*
Dienstleistungen (einschließlich nicht marktbestimmter Dienstleistungen)	in % des BIP	74,3	77,9*	71,1*
Arbeitslosenquote (Anteil an den Erwerbspersonen)	in %	10,0**	9,6**	5,1**
Erwerbsbeteiligung <sup>3)</sup>	in %	71,5	74,6	74,0
Beschäftigungsquote <sup>4)</sup>	in %	64,7	67,6	70,0
<b>Staat</b>				
Überschuss (+) oder Defizit (-)	in % des BIP	-6,3	-11,3	-8,7
Bruttoverschuldung <sup>5)</sup>	in % des BIP	79,2	68,6	180,4
Einnahmen	in % des BIP	44,6	26,6	31,6
<i>Darunter: Direkte Steuern</i>	in % des BIP	11,4	9,7	7,8
<i>Darunter: Indirekte Steuern</i>	in % des BIP	13,1	7,3	8,2
<i>Darunter: Sozialabgaben</i>	in % des BIP	15,7	6,9	11,7
Ausgaben <sup>6)</sup>	in % des BIP	50,8	37,9	40,4
<i>Darunter: Konsumausgaben</i>	in % des BIP	22,2	17,1	20,1
<i>Darunter: Sozialtransfers</i>	in % des BIP	24,3	15	25,0
<b>Außenwirtschaft<sup>7)</sup></b>				
Ausfuhr von Waren	in % des BIP	14,4	7,6	10,8
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen	in % des BIP	19,7	11,1	13,3
Einfuhr von Waren	in % des BIP	14,0	11,2	9,9
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen	in % des BIP	18,9	13,8	12,9
Ausfuhren (Anteil an den weltweiten Ausfuhren, einschließlich Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets)	in %	29,1	8,6	4,7
Ausfuhren (Anteil an den weltweiten Ausfuhren, ohne Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets)	in %	16,9	10	5,5
Leistungsbilanzsaldo	in % des BIP	-0,6	-2,7	2,8

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

- 1) Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan beziehen sich auf den Jahresdurchschnitt.
- 2) Die Angaben für die Vereinigten Staaten und Japan sind anhand der Kaufkraftparitäten der OECD in Euro umgerechnet.
- 3) Anteil der Erwerbspersonen (= Erwerbstätige und Arbeitslose) an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre). Die US-Angaben beziehen sich auf den Anteil der Personen im erwerbsfähigen Alter (16 bis 64 Jahre), die entweder eine Stelle haben oder aktiv nach einer Stelle suchen. Jahresdurchschnitt.
- 4) Anteil der Erwerbstätigen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre). Die US-Angaben beziehen sich auf den Anteil der Erwerbstätigen (16 bis 64 Jahre). Jahresdurchschnitt.
- 5) Die Angaben beruhen auf den Abgrenzungen und Konzepten des Maastricht-Schuldenstands. Der öffentliche Schuldenstand umfasst Einlagen, Wertpapiere ohne Anteilsrechte und Kredite zum Nominalwert nach Konsolidierung innerhalb des Staatssektors. Stand am Jahresende.
- 6) Die europäische Definition gilt auch für die Daten für die Vereinigten Staaten und Japan.
- 7) Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

\*Zahlen für 2008.

\*\*Zahlen für 2010.

Volkswirtschaften ist der Anteil von Landwirtschaft, Fischerei und Forstwirtschaft relativ gering.

## 2.2 ARBEITSMARKT

### Strukturelle Arbeitslosigkeit im Euroraum

Seit 1999 wurden im Euro-Währungsgebiet mehr als 13 Millionen Arbeitsplätze geschaffen, verglichen mit 7 Millionen Arbeitsplätzen in den zehn Jahren vor der Währungsunion. Die Arbeitslosenquote (d. h. der Anteil der Arbeitslosen an den Erwerbspersonen) wies in den vergangenen zehn Jahren konjunkturbedingte Schwankungen auf. In den 1980er- und 1990er-Jahren erreichte die Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets infolge größerer Schocks und struktureller Verkrustungen ein sehr hohes Niveau (siehe Abbildung 2.1). Im Jahr 2010 betrug die durchschnittliche Arbeitslosenquote 10,0 %. Dies entsprach rund 15,8 Millionen Arbeitslosen im gesamten Euroraum. Im Jahr 2010 waren die Arbeitslosenzahlen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten ähnlich. Dagegen war die Arbeitslosen-

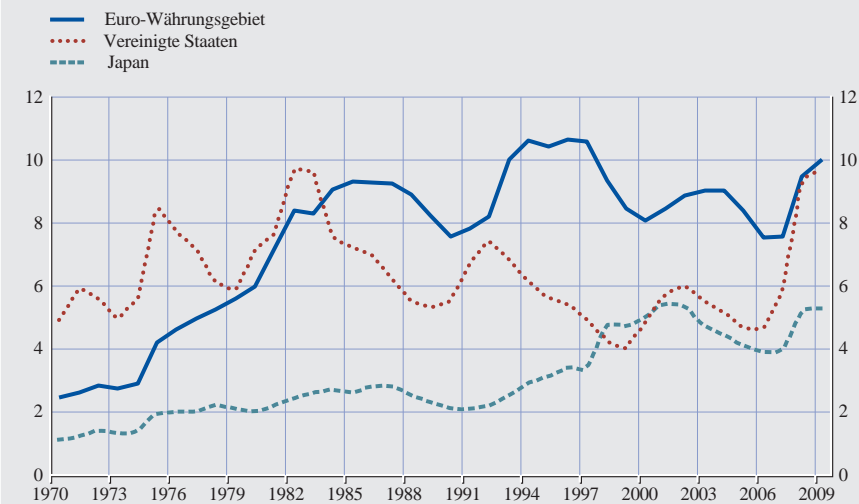
quote im Eurogebiet seit 1980 im Durchschnitt deutlich höher als in den Vereinigten Staaten. Dieses Gefälle ist auf strukturelle Unterschiede zwischen den Arbeitsmärkten der USA und des Euroraums zurückzuführen, die zu einer höheren strukturellen Arbeitslosigkeit im Eurogebiet geführt haben. Im Lauf der 1990er-Jahre wurden in den Euro-Ländern Arbeitsmarktrefor-men – wenngleich unterschiedlichen Ausmaßes – durchgeführt. Diese Reformen hatten in einigen Ländern einen deutlichen Rückgang der Arbeitslosigkeit zur Folge. Es existieren jedoch immer noch strukturelle Verkrustungen, die auch die nach wie vor hohen Arbeitslosenquoten im Euroraum erklären.

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 2009 mit 71,5 % nach wie vor geringer als in den Vereinigten Staaten (74,6 %), wobei sich die Differenz im Laufe der Zeit deutlich verrin-

Relativ geringe Erwerbsbeteiligung im Eurogebiet

Abbildung 2.1 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan

(in % der Erwerbspersonen; Jahresangaben)



Quelle: Europäische Kommission.

**Tabelle 2.2 Erwerbsbeteiligung nach Geschlecht und Altersgruppe im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 2009**

(in % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter)

	Euro-Währungsgebiet			Vereinigte Staaten		
	Männer	Frauen	Insgesamt	Männer	Frauen	Insgesamt
Alle Altersgruppen	78,5	64,6	71,5	80,4	69,0	74,6
15-24 Jahre <sup>1)</sup>	46,9	40,8	43,9	58,5	55,2	56,9
25-34 Jahre	91,2	78,8	85,1	90,3	75,0	82,7
35-44 Jahre	94,7	79,6	87,2	91,7	75,9	83,7
45-54 Jahre	91,7	75,1	83,3	87,4	76,0	81,6
55-59 Jahre	74,4	55,5	64,8	78,0	68,5	73,1
60-64 Jahre	38,2	22,4	30,1	60,9	49,9	55,1

Quellen: Eurostat und Bureau of Labour Statistics.

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

gert hat. Bei den Frauen belief sich die Differenz im Jahr 2009 auf rund 4 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 Unterschiede bei der Gruppe der jüngsten und jener der ältesten Arbeitnehmer zurückzuführen. Im Allgemeinen beteiligen sich junge Europäer 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. Betrachtet man hingegen die Erwerbsbeteiligung der 25- bis 64-Jährigen, so fällt die Differenz etwas geringer aus.

**Relativ niedrige Beschäftigungsquote im Euroraum**

Die geringere Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet führt zu einer niedrigeren Beschäftigungsquote (Anteil der Beschäftigten an den 15- bis 64-Jährigen) als in den Vereinigten Staaten und Japan. Im Fall Japans ist dies auch auf eine geringere Arbeitslosenquote als im Euroraum zurückzuführen. Die Beschäftigungsquote lag im Eurogebiet 2009 bei rund 65 % und war damit niedriger als in

den Vereinigten Staaten und Japan (siehe Tabelle 2.1). Die 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.

Die institutionellen Aspekte von Arbeitsmärkten, etwa Kündigungsschutzbestimmungen, Arbeitslosenunterstützung, der Lohnbildungsprozess und die Besteuerung des Faktors Arbeit, spielen für die wirtschaftliche Entwicklung eine große Rolle. So führen strukturelle Verkrustungen auf dem Arbeitsmarkt dazu, dass sich die Wirtschaft bei negativen wirtschaftlichen Schocks langsamer anpasst. 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.

**Strukturelle Verkrustungen können effizientes Funktionieren des Arbeitsmarkts behindern**

### 2.3 ÖFFENTLICHER SEKTOR

Die Finanzpolitik übt über mehrere Kanäle einen großen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum und die Teue-

**Einfluss der Finanzpolitik auf die Volkswirtschaft**



rungsrate aus. Von besonderer Bedeutung sind in diesem Zusammenhang die Höhe und Zusammensetzung der Staatsausgaben und -einnahmen sowie Haushaltsdefizite und die öffentliche Verschuldung. Ein Ungleichgewicht bei den öffentlichen Finanzen kann einen Nachfrage- und Inflationsdruck nach sich ziehen und die Geldpolitik dazu zwingen, die kurzfristigen Zinsen auf einem höheren Niveau zu halten, als dies ansonsten erforderlich wäre. So könnte beispielsweise ein übermäßiger Anstieg der Staatsausgaben, der die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ankurbelt, Inflationsdruck erzeugen, wenn die Kapazitäten in der Wirtschaft bereits nahezu voll ausgelastet sind. Auch können Haushaltsungleichgewichte das Vertrauen in eine stabilitätsorientierte Geldpolitik untergraben, wenn erwartet wird, dass eine übermäßige Kreditaufnahme des Staates letztlich von der Zentralbank aufgefangen wird. Ferner kann eine hohe Staatsverschuldung die Finanzstabilität gefährden, da die Zentralbank intervenieren muss, um das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte und des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu gewährleisten. Eine solche Staatsverschuldung kann außerdem negative Auswirkungen auf das realwirtschaftliche Umfeld haben. So führt etwa eine übermäßige Beanspruchung der Kapitalmärkte durch die öffentlichen Haushalte tendenziell zu höheren Kapitalkosten, was wiederum in einer Verdrängung privater Investitionen („crowding out“) resultieren kann. Im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union sind zwar mehrere Bestimmungen zur Vermeidung solcher Risiken enthalten, allerdings bleibt es für die EZB wichtig, die finanzpolitische Entwicklung der Euro-Länder genau zu verfolgen.

Haushaltsdisziplin ist eine grundlegende Voraussetzung für das reibungslose Funktionieren einer Währungsunion. In einem integrierten gemeinsamen Währungsraum mit integrierten Finanzmärkten hat die Entwicklung der öffentlichen Finanzen auch Auswirkungen auf andere Mitgliedstaaten. Obgleich die Zuständigkeit für die Haushaltspolitik in der dritten Stufe der WWU weiterhin ausschließlich bei den Mitgliedstaaten liegt, gewährleisten eine Reihe institutioneller Regelungen auf EU-Ebene solide und tragfähige öffentliche Finanzen in allen Ländern und somit im gesamten Eurogebiet (siehe Kasten 2.1). Insbesondere das im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union verankerte Verfahren bei einem übermäßigen Defizit zielt darauf ab, die Risiken für die Preisstabilität zu begrenzen, die sich möglicherweise aus unsoliden nationalen Finanzpolitiken ergeben. Diese Verfahren wurden im 1997 verabschiedeten Stabilitäts- und Wachstumspakt weiterentwickelt und erläutert. Mit der Reform im Jahr 2005, die mehr Flexibilität und einen größeren politischen Ermessensspielraum mit sich brachte, wurde der Stabilitäts- und Wachstumspakt stark geschwächt. Der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt ermöglicht es einem Mitgliedstaat, sein eigenes mittelfristiges Ziel vorzulegen, das sodann vom EU-Rat bewertet wird. Ferner ist dort festgelegt, dass ein Land eine jährliche strukturelle Haushaltskonsolidierung in Höhe von 0,5 % des BIP als Richtwert verfolgen soll, wobei mögliche Haushaltsbelastungen infolge der Umsetzung struktureller Reformen zu berücksichtigen sind.

Angesichts der denkbaren Probleme im Zusammenhang mit Haushaltsungleichgewichten ist die Verpflichtung, ein übermäßiges Haushaltsdefizit zu

vermeiden und auf mittlere Sicht eine solide Haushaltslage beizubehalten, von entscheidender Bedeutung, um zu gewährleisten, dass die nationalen Finanzpolitiken zur allgemeinen gesamtwirtschaftlichen und finanziellen Stabilität beitragen. In den Jahrzehnten vor Beginn der WWU war die Finanzpolitik vieler europäischer Länder von einem nicht tragbaren Wachstum der Staatsausgaben, einer steigenden Steuerlast und einem stetigen Anstieg der öffentlichen Schulden gekennzeichnet. Seither hat sich der Zinssatz für ausstehende Schulden deutlich verringert, vor allem in den Ländern, die am meisten vom Wegfall des Wechselkursrisikos und dem Übergang zu einer stabilitätsorientierten Politik in der WWU profitiert haben. In den ersten Jahren der WWU ist es durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt weitgehend erfolgreich gelungen, übermäßige Defizite zu beseitigen, sobald sie entstanden waren, wenn auch mit unangemessenen Verzögerungen und vor dem Hintergrund günstiger wirtschaftlicher Bedingungen. Die Einhaltung solider mittelfristiger Haushaltsziele durch die Mitgliedstaaten war jedoch im Allgemeinen enttäuschend. Im Zuge der Finanzkrise haben die europäischen Institutionen deshalb Vorbereitungen getroffen, um den Stabilitäts- und Wachstumspakt wieder zu stärken und einen Rahmen zur Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte zu schaffen.

**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 Japan. Der Anteil der Staatsausgaben am BIP belief sich im Eurogebiet im Jahr 2009 auf 50,8 %. In den Vereinigten Staaten war er mit rund 37,9 %

geringer. Japan verzeichnete unterdessen einen Anteil in Höhe von etwa 40,4 %.

Der relativ hohe Anteil der Staatsausgaben am BIP im Euroraum spiegelt insbesondere die hohen Konsumausgaben des Staates und die hohen Sozialtransfers an private Haushalte wider. Die Unterschiede zwischen den einzelnen Volkswirtschaften sind teilweise durch eine anders gelagerte Aufgabenverteilung zwischen privaten und öffentlichen Sektoren bedingt. Auch die Altersstruktur der Bevölkerung im Euroraum trägt angesichts der Ausprägungen der europäischen Sozialversicherungssysteme zu den hohen Staatsausgaben bei. Sofern in den betreffenden Mitgliedstaaten keine Reformmaßnahmen ergriffen werden, wird sich die Situation zukünftig wegen der zu erwartenden Bevölkerungsalterung verschärfen. Dem Basisszenario der Europäischen Kommission und des Ausschusses für Wirtschaftspolitik (2009) zufolge steigen die alterungsbedingten Staatsausgaben in Relation zum BIP im Euroraum – unter der Annahme einer unveränderten Finanzpolitik – im Zeitraum von 2007 bis 2060 um 5,2 Prozentpunkte. Aus den Projektionen geht ebenfalls hervor, dass sich der Anstieg der öffentlichen Ausgaben für die Altersversorgung im Eurogebiet nach 2020 beschleunigen und nach 2050 wieder etwas verlangsamten dürfte.

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

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 die Vereinigten Staaten – gemessen am gesamten Steueraufkommen – stärker auf direkte Steuern zurückgreifen als die Euro-Länder.

**Staatseinnahmen**

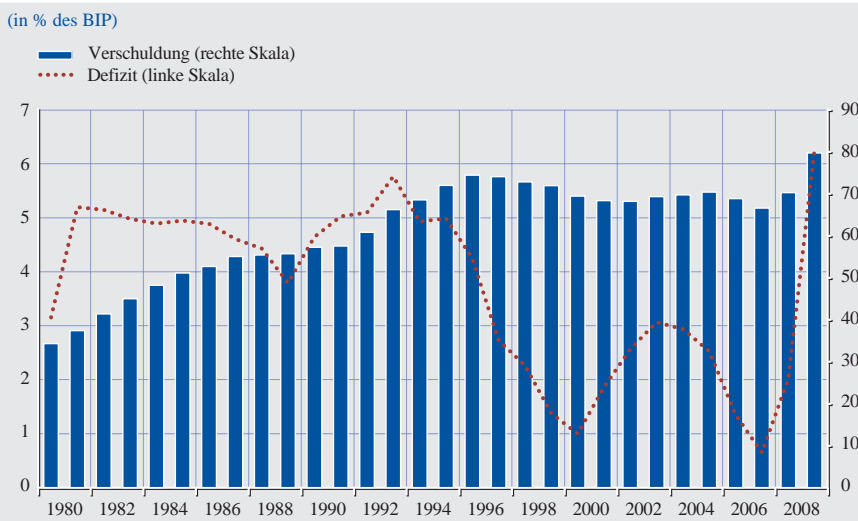
**Finanzierungs-  
saldo und  
Bruttover-  
schuldung der  
öffentlichen  
Haushalte**

Von 1970 bis 2009 lagen die Staatsausgaben im gesamten Euro-Währungsgebiet durchweg über den Staatseinnahmen. Dementsprechend verzeichnete die öffentliche Hand jedes Jahr ein Haushaltsdefizit. Das aggregierte Defizit für den Euroraum erhöhte sich auf nahezu 6 % des BIP im Jahr 1993, ging dann jedoch allmählich wieder zurück und betrug im Jahr 2000 1 % des BIP (siehe Abbildung 2.2). Im Anschluss daran stieg das Defizit der öffentlichen Haushalte unter anderem infolge von Ausgabenüberschreitungen wieder an. Nachdem es sich im Jahr 2003 auf 3 % des BIP belaufen hatte, sank das Defizit bis Ende 2007 erneut auf unter 1 % des BIP, was vor allem auf die günstige Konjunkturlage zurückzuführen war. Die Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte erreichte 1996-1997 im Euro-Währungsgebiet als Ganzem einen Höchststand von 74 % des BIP, nachdem sie in den vorangegangenen zwei Jahrzehnten kontinuierlich angestiegen

war. Nach einer weitgehenden Stabilisierung über mehrere Jahre hinweg sank die Schuldenquote geringfügig und belief sich Ende 2007 auf 66 %. Zugleich wurden vor dem Hintergrund der Herausforderungen im Zusammenhang mit der Bevölkerungsalterung nach wie vor in vielen Ländern zu hohe öffentliche Defizite und Schuldenstände verzeichnet.

Im Gefolge der beispiellosen Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008 und 2009 verschlechterte sich die Defizitquote des Eurogebiets dramatisch und belief sich 2009 auf 6,3 %. Ferner verzeichnete das Euro-Währungsgebiet einen raschen und drastischen Anstieg der Schuldenquote – rund 13 Prozentpunkte in zwei Jahren – auf 79,1 % im Jahr 2009. 14 Euro-Länder wiesen 2009 Defizite aus, die bei oder über dem Referenzwert von 3 % des BIP lagen, und zehn Länder eine Staatsverschuldung oberhalb des Referenzwerts von 60 % des BIP (siehe Kasten 2.1).

**Abbildung 2.2 Öffentliches Defizit und öffentliche Verschuldung in den 12 Euro-Ländern**



Quellen: Europäische Kommission, EZB und EZB-Berechnungen.

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

In den Vereinigten Staaten stieg das öffentliche Defizit stark an und belief sich 2009 auf 11,3 % des BIP, während es in Japan 8,7 % des BIP betrug. In den Vereinigten Staaten war die Bruttoverschuldung des Staates mit

68,6 % des BIP im Jahr 2009 immer noch etwas niedriger als im Eurogebiet, wohingegen der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP in Japan mit 180,4 % deutlich höher war.

### **Kasten 2.1 Institutionelle Regelungen der EU zur Gewährleistung solider und tragfähiger öffentlicher Finanzen**

Während der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) eine einheitliche Geldpolitik vorsieht, bleiben andere Teilbereiche der Wirtschaftspolitik (z. B. die Finanz- und Strukturpolitik) in nationaler Verantwortung. Allerdings ist in Artikel 121 AEUV niedergelegt, dass die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse betrachten. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik sind der Grundpfeiler dieser Struktur. Haushaltsdisziplin ist ein wichtiges Fundament für das reibungslose Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU).

Demzufolge enthält der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union eine Reihe von Bestimmungen, die eine umsichtige Finanzpolitik und solide, tragfähige öffentliche Finanzen gewährleisten sollen.

Zunächst verbietet der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union ausdrücklich die Finanzierung von Staatsdefiziten durch Zentralbanken sowie die Unterbreitung von Vorzugskonditionen an die öffentliche Hand durch Finanzinstitute in jeglicher Form. Diese Vorschriften fördern nicht nur die Bemühungen zur Haushaltsdisziplin, sondern tragen auch zur Glaubwürdigkeit der einheitlichen Geldpolitik in Bezug auf die Gewährleistung von Preisstabilität bei. So verbietet Artikel 123 AEUV der EZB und den NZBen die monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite durch „Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten [...]“. Artikel 124 AEUV untersagt Maßnahmen, die einen bevorrechtigten Zugang staatlicher Stellen und der Organe und Einrichtungen der EU zu den Finanzinstituten schaffen.

Eine wesentliche Ergänzung dieser Instrumente zur Förderung einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik bildet eine Klausel im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, die besagt, dass weder die EU noch die Mitgliedstaaten die Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaats übernehmen dürfen (die sogenannte No-bail-out-Klausel). Diese Klausel gewährleistet, dass die Rückzahlung von Staatsschulden in eigenstaatlicher Verantwortung verbleibt. Sie fördert damit eine umsichtige Finanzpolitik auf nationaler Ebene. So heißt es in Artikel 125 Absatz 1 AEUV, dass die EU und die Mitgliedstaaten „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 [haften] und [...] nicht für derartige Verbindlichkeiten ein[treten] [...]“.

Darüber hinaus sieht der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union ein Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gemäß Artikel 126 und einem dem Vertrag

beigefügten Protokoll vor. Dieses Verfahren legt fest, welche Bedingungen erfüllt sein müssen, damit ein Haushalt als solide angesehen wird. Artikel 126 Absatz 1 AEUV 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 Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union festgelegten Bedingungen, die im Stabilitäts- und Wachstumspakt präzisiert sind, muss eine den jeweiligen Referenzwert überschreitende Defizit- bzw. Schuldenquote nicht zwangsläufig als Anhaltspunkt für das Bestehen eines übermäßigen Defizits angesehen werden. Entscheidet der EU-Rat, dass in einem bestimmten Land ein übermäßiges Defizit besteht, so sieht das Verfahren weitere Schritte, darunter letztlich auch Sanktionen bei einer anhaltenden Verletzung, vor.

Der finanzpolitische Rahmen wurde 1997 mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, der mit Beginn der dritten Stufe der WWU in Kraft trat, deutlich verbessert. Er umfasst die Entschließung des Europäischen Rates über den Stabilitäts- und Wachstumspakt, 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 Stabilitäts- und Wachstumspakts haben sich die Mitgliedstaaten verpflichtet, das mittelfristige Ziel eines „nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses“ zu verfolgen. Die Erreichung dieser Zielsetzung würde es ihnen ermöglichen, normale Konjunkturschwankungen zu bewältigen, ohne den Referenzwert für die Defizitquote von 3 % zu überschreiten, und eine rasche Annäherung der Schuldenquoten auf ein vertretbares Niveau zu gewährleisten.

Die präventive Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspakts führt ein konkreteres Verfahren zur multilateralen Überwachung ein, demzufolge die EU-Mitgliedstaaten des Euroraums ein Stabilitätsprogramm einreichen, während jene Länder, die nicht dem Eurogebiet angehören, ein Konvergenzprogramm vorlegen. Diese jährlichen Programme bieten einen Überblick über die wirtschaftlichen und finanzpolitischen Entwicklungen in jedem Land, über das jeweilige mittelfristige Haushaltsziel sowie einen Anpassungspfad zur Erreichung dieses mittelfristigen Haushaltsziels. Darüber hinaus werden die einzelnen Schritte und der Zeitplan für das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit in der korrektiven Komponente des Stabilitäts- und Wachstumspakts erläutert und vereinfacht.

Mit der Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts im Jahr 2005 wurden die Verfahren im Hinblick auf die präventive und korrektive Komponente flexibler gestaltet. Was die präventive Komponente betrifft, so wurde der Spielraum bei der Festlegung von mittelfristigen Haushaltszielen und der diesbezüglichen Fortschritte vergrößert. Im Hinblick auf die korrektive Komponente wurde der Ermessensspielraum bei der Bestimmung eines übermäßigen Defizits erweitert, und die Verfahrensfristen wurden verlängert. Viele Beobachter, darunter auch die EZB, zeigten sich damals besorgt, dass diese Änderungen die Wirksamkeit des finanzpolitischen Rahmens der EU untergraben und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den Ländern des Eurogebiets gefährden könnten. Nach der deutlichen Verschlechterung der Haushaltspositionen im Zeitraum bis 2009 wird der Stabilitäts- und Wachstumspakt im Rahmen einer allgemeineren Stärkung der wirtschaftspolitischen Steuerung in der EU und im Euro-Währungsgebiet derzeit erneut überarbeitet.

## 2.4 AUSSENHANDEL

Volkswirtschaft des Eurogebiets im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und Japan relativ offen

Da der Euroraum im Vergleich zu anderen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine relativ offene Volkswirtschaft ist, kann er erheblich von der weltwirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst werden. Im Jahr 2009 entsprach der Gesamtwert der Exporte und Importe von Waren und Dienstleistungen gemessen am BIP etwa 38 % im Vergleich zu rund 26 % in Japan und 25 % in den Vereinigten Staaten (siehe Tabelle 2.1). Andererseits ist das Eurogebiet eine viel geschlossenere Volkswirtschaft als die einzelnen Euro-Länder. Dadurch werden die Auswirkungen der außenwirtschaftlichen Entwicklung und insbesondere der Effekt der Preisentwicklung im Ausland auf die inländischen Preise im Euro-Währungsgebiet tendenziell eingeschränkt.

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

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 2009 über 40 % der Ausfuhren aus. Außerdem machten sie auch den größten Teil der Wareneinfuhr

des Euro-Währungsgebiets aus (siehe Tabelle 2.3). Die zweitgrößte Komponente waren die sonstigen gewerblichen Erzeugnisse, bei denen der Anteil an den Ein- und Ausfuhren weitgehend gleich war. Auf chemische Erzeugnisse entfielen im Jahr 2009 17,5 % der exportierten, aber nur 10,8 % der importierten Waren. Die Anteile der Rohstoffe und Energieträger an der Einfuhr waren dagegen wesentlich höher als an der Ausfuhr. Diese Zahlen verdeutlichen, dass das Euro-Währungsgebiet per saldo tendenziell mehr Rohstoffe und Vorleistungsgüter importiert und mehr weiterverarbeitete Waren exportiert. Darin spiegeln sich wiederum die internationale Arbeitsteilung und die Verfügbarkeit von Rohstoffen im Euroraum wider.

Geografische Aufschlüsselung des Außenhandels des Eurogebiets

Mit Blick auf die geografische Aufschlüsselung 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 1999 bis 2009 lag der Anteil dieser beiden Länder an den gesamten Ein- und Ausfuhren des Eurogebiets zusammengenommen bei nahezu 28 % (siehe Tabelle 2.4). Darüber

**Tabelle 2.3 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2009**

(in % des gesamten Außenhandels)

	Ausfuhren	Einfuhren
<b>Insgesamt</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<i>Darunter:</i>		
Maschinen und Fahrzeuge	41,0	31,4
Chemische Erzeugnisse	17,5	10,8
Rohstoffe	2,3	4,0
Energieträger	4,2	20,1
Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	7,2	6,7
Sonstige gewerbliche Erzeugnisse	24,8	24,5
Sonstige	3,1	2,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Tabelle 2.4 Außenhandelsgewichte<sup>1)</sup> der 20 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets**

(in Prozentpunkten)

1	Vereinigtes Königreich	14,96
2	Vereinigte Staaten	12,81
3	Andere EU-Mitgliedstaaten <sup>2)</sup>	11,11
4	China	6,25
5	Schweiz	5,42
6	Russische Föderation	4,58
7	Japan	3,75
8	Schweden	3,58
9	Türkei	2,25
10	Dänemark	2,24
11	Norwegen	2,10
12	Südkorea	1,61
13	Brasilien	1,46
14	Indien	1,18
15	Taiwan	1,18
16	Kanada	1,14
17	Saudi-Arabien	1,11
18	Algerien	1,11
19	Singapur	1,03
20	Südafrika	0,96

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

- 1) Die Außenhandelsgewichte bezeichnen den Anteil der Summe der Aus- und Einfuhren an den gesamten Aus- und Einfuhren des Euro-Währungsgebiets. Die Angaben sind Durchschnittswerte für den Zeitraum von 1999 bis 2009.
- 2) Bei den anderen wichtigsten Handelspartnern, die auch EU-Mitgliedstaaten sind, handelt es sich um die Tschechische Republik, Zypern, Estland, Lettland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slowenien und die Slowakei (bis Ende 2006). 2007 kamen Bulgarien und Rumänien hinzu, und Slowenien fiel heraus. 2008 fielen zudem Zypern und Malta heraus.

hinaus nahm der Handel des Euroraums mit anderen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets im genannten Zeitraum zu. Auf ihn entfielen 11,1 % des Außenhandels des Eurogebiets, gefolgt von China, der Schweiz und Russland mit Außenhandelsgewichten von 6,3 %, 5,4 % bzw. 4,6 %.

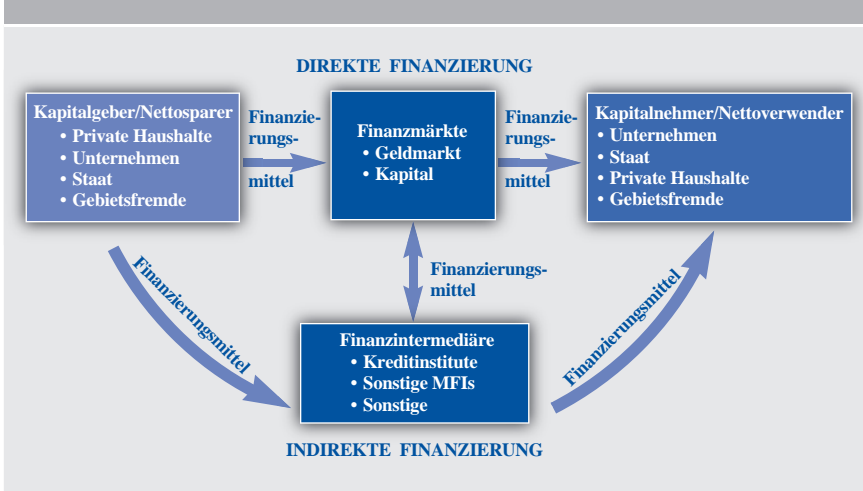
## 2.5 FINANZSTRUKTUR

### Direkte und indirekte Finanzierung

Das Finanzsystem hat die wesentliche wirtschaftliche Funktion, Finanzierungsmittel von Nettosparern bzw. Kapitalgebern (deren Ausgaben geringer sind als ihre Einnahmen) an Netto-

verwender bzw. Kapitalnehmer (die mehr ausgeben, als sie einnehmen) weiterzuleiten. Die Funktionen von Finanzsystemen sind in Abbildung 2.3 schematisch dargestellt. Die wichtigsten Kapitalgeber sind normalerweise die privaten Haushalte, doch auch Unternehmen, der Staat und Gebietsfremde verfügen manchmal über überschüssige Mittel und treten dann als Kapitalgeber auf. Die größten Kapitalnehmer sind in der Regel Unternehmen und der Staat, wobei jedoch auch private Haushalte und Gebietsfremde zuweilen Kredite aufnehmen, um ihre Ausgaben zu finanzieren.

Abbildung 2.3 Funktionen von Finanzsystemen



Finanzierungsmittel können über zwei Wege von Kapitalgebern zu Kapitalnehmern fließen. Bei der direkten oder marktbasierteren Finanzierung, also dem

im oberen Teil von Abbildung 2.3 dargestellten Finanzierungsweg, leihen sich Kapitalnehmer direkt von Kapitalgebern an den Finanzmärkten

Tabelle 2.5 Wichtigste Forderungen und Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet (Stand: Ende 2009)<sup>1)</sup>

(Bestände)	in Mrd €	in %
<b>Ausgewählte Forderungen</b>		
<i>Insgesamt</i>	20 889,3	100,0
<i>Bargeld und Einlagen</i>	8 858,0	42,4
Bargeld	656,0	3,1
Einlagen bei	8 202,0	39,3
MFIs im Euro-Währungsgebiet	7 691,1	36,8
Nicht-MFIs	510,8	2,4
<i>Wertpapiere ohne Anteilsrechte</i>	2 169,0	10,4
Kurzfristig	181,2	0,9
Langfristig	1 988,1	9,5
<i>Anteilsrechte<sup>2)</sup></i>	4 236,0	20,3
Börsennotierte Aktien	2 329,1	11,1
Investmentzertifikate	1 906,6	9,1
Darunter: Geldmarktfondsanteile	473,8	2,3
<i>Versicherungstechnische Rückstellungen</i>	5 627,0	26,9
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	5 137,1	24,6
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	489,4	2,3

Quellen: EZB und Eurostat.

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

2) Ohne nicht börsennotierte Aktien.



**Noch: Tabelle 2.5**

<i>(Bestände)</i>		
<b>Ausgewählte Verbindlichkeiten</b>	<b>in Mrd €</b>	<b>in %</b>
<i>Insgesamt</i>	26 437	100,0
<i>Kredite</i>	15 467	58,5
a) Von		
MFIs im Euro-Währungsgebiet	10 668	40,4
Kurzfristig	1 570	5,9
Langfristig	9 098	34,4
Sonstigen Finanzintermediären	4 799	18,2
b) An		
Öffentliche Haushalte (Staat)	1 350	5,1
Kurzfristig	185	0,7
Langfristig	1 165	4,4
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	8 313	31,4
Kurzfristig	2 385	9,0
Langfristig	5 928	22,4
Private Haushalte <sup>3)</sup>	5 805	22,0
Kurzfristig	358	1,4
Langfristig	5 447	20,6
<i>Wertpapiere ohne Anteilsrechte</i>	6 996	26,5
Öffentliche Haushalte (Staat)	6 175	23,4
Kurzfristig	1 008	3,8
Langfristig	5 167	19,5
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	821	3,1
Kurzfristig	304	1,2
Langfristig	517	2,0
<i>Börsennotierte Aktien</i>		
Begeben von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	3 430	13,0
<i>Einlagen</i>		
Verbindlichkeiten von Zentralstaaten	212	0,8
<i>Pensionsrückstellungen</i>		
Nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	332	1,3

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Mittel, indem sie ihnen Finanzinstrumente (Wertpapiere) wie Schuldverschreibungen oder Aktien verkaufen, die einen Anspruch auf die zukünftigen Erträge oder Vermögenswerte der Kapitalnehmer begründen. Werden Finanzintermediäre eingebunden, spricht man von indirekter bzw. bankbasierter Finanzierung (siehe den unteren Finanzierungsweg in Abbildung 2.3). 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 eng miteinander verknüpft. So können

## Kasten 2.2 Finanzmärkte – eine Erläuterung wichtiger Begriffe

Finanzmärkte können nach einer Reihe von Kriterien unterteilt werden, die verschiedene wesentliche Merkmale dieser Märkte beschreiben. Je nachdem, ob sich eine Finanztransaktion auf den Kauf einer Neuemission eines Wertpapiers bezieht oder auf den Handel zwischen Inhabern von Wertpapieren, spricht man vom Primärmarkt oder vom 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 ist der außerbörsliche Handel, bei dem Händler und Geschäftspartner auf bilateraler Ebene Wertpapiertransaktionen durchführen.

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

Darüber hinaus wird bei Geld- und Kapitalmarktpapieren zwischen besicherten und unbesicherten Instrumenten unterschieden. So bezieht sich der EURIBOR-Zinssatz am Geldmarkt auf unbesicherte Kredite, während besicherte Ausleihungen häufig in Form von Repogeschäften abgewickelt werden, bei denen der Kreditnehmer Sicherheiten hinterlegen muss. Soll der Wert der Sicherheiten die Höhe der aufgenommenen Mittel übersteigen, spricht man von einem Bewertungsabschlag (Haircut). Ein Beispiel für besicherte Wertpapiere am Kapitalmarkt sind gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds); hier wird die Zusage des Emittenten, die Schuldverschreibung bei Fälligkeit zu tilgen, durch bestimmte Sicherheiten gedeckt. Der Deckungspool setzt sich in der Regel aus Hypotheken zusammen und bietet eine zusätzliche Absicherung gegen Zahlungsausfall.

Schließlich wird häufig auch nach der Art des Finanzinstruments, das an einem Markt gehandelt wird, unterschieden. Hier gilt es, eine Abgrenzung zwischen dem Aktien- und dem Rentenmarkt zu treffen. Der Hauptunterschied zwischen Aktien und Schuldverschreibungen besteht darin, dass Aktien vom Emittenten nicht getilgt werden müssen, während Schuldverschreibungen finanzielle Forderungen darstellen, die zurückzuzahlen sind (in festgelegten Beträgen, zu einem bestimmten Zinssatz und zu einem vereinbarten Termin).

Eine andere wichtige Kategorie von Finanzinstrumenten sind Derivate. Hierbei handelt es sich um Finanzinstrumente, deren Wert sich aus den zugrunde liegenden Wertpapierpreisen, Zinssätzen, Wechselkursen, Marktindizes oder 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 zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt zu kaufen bzw. zu verkaufen. Durch eine Kombination der

grundlegenden Kategorien sind viele andere Derivatekontrakte entstanden. Derivate können zur Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte beitragen, weil sie die Bewertung und Allokation finanzieller Risiken verbessern. Fehlbewertungen und daraus resultierende Preisänderungen von Finanzderivaten können jedoch zu Störungen bei anderen Vermögenspreisen führen.

Finanzierungsmittel zwischen direkter und indirekter Finanzierung in beide Richtungen fließen (siehe Abbildung 2.3 Mitte). Gelder fließen von den Märkten zu den Kreditinstituten, wenn die Finanzintermediäre Schuldverschreibungen und Dividendenwerte emittieren, um ihre Geschäfte zu finanzieren. Umgekehrt fließen Gelder von den Kreditinstituten an die Märkte, wenn beispielsweise Finanzintermediäre von den öffentlichen Haushalten und Unternehmen begebene Wertpapiere erwerben – sei es als eigene Kapitalanlagen oder als Teil eines Geldmarktfonds. Ein Zusammenspiel von Finanzmärkten und Finanzintermediären ergibt sich auch dadurch, 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 von Finanzintermediären beraten werden. In jüngster Zeit haben Innovationen an den Kreditmärkten wie beispielsweise Verbriefungen und Kreditderivate deutlich an Einfluss gewonnen. Durch die bilanzielle Ausgliederung der mit Krediten an Unternehmen und private Haushalte verbundenen Risiken hat sich die Rolle der Banken allmählich verändert. Neben ihrer traditionelleren Aufgabe, der Umwandlung von Vermögenswerten, übernehmen sie zunehmend die Verwaltung und den Handel von Kreditrisiken über die Finanzmärkte. Die zweite große strukturelle Entwicklung, die die Unternehmensfinanzierung in den letzten Jahren beeinflusst hat, ist die gestiegene Zahl institutioneller Anleger

wie Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Private-Equity-Fonds und Hedgefonds. Durch diese Anleger wurden die für Unternehmen zugänglichen Mittelkanäle modifiziert und die Anreize für Unternehmen verändert.

Bevor die Finanzmärkte, an denen die direkte Finanzierung erfolgt, und die Finanzintermediäre, welche in die indirekte Finanzierung eingebunden sind, genauer beschrieben werden, vermittelt Tabelle 2.5 einen Überblick über die wichtigsten Forderungen und Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet nach dem Stand von Ende 2009 (in % des Gesamtbestands). Die ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten bilden die Bestandsgrößen in der vierjährlichen Finanzierungsrechnung.

Die in Tabelle 2.5 ausgewiesenen Forderungen beliefen sich Ende 2009 auf insgesamt 20 890 Mrd € (rund 233 % des jährlichen BIP im Eurogebiet). Dabei entfielen rund 42 % der gesamten Forderungen Ende 2009 auf Bargeld und Einlagen, während Wertpapiere und Anteilsrechte zusammengenommen etwa 31 % ausmachten. Die verbleibenden 27 % entfielen auf versicherungstechnische Rückstellungen, die von Pensionskassen, Versicherungsgesellschaften und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften für Forderungen von Versicherungsnehmern gebildet werden.

Die in Tabelle 2.5 aufgeführten wichtigsten Verbindlichkeiten beliefen sich Ende 2009 auf 26 440 Mrd € (295 % des BIP). Dabei entfielen 59 % der gesamten Verbindlichkeiten auf Kre-

**Wichtigste Forderungen und Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren**

**Forderungen insgesamt**

**Verbindlichkeiten insgesamt**

dite, während Wertpapiere einschließlich börsennotierter Aktien rund 40 % der Finanzierungsquellen der nichtfinanziellen Sektoren ausmachten. Beim Großteil der Finanzmittel (fast 81 % der Verbindlichkeiten) betrug die Laufzeit mehr als ein Jahr.

## 2.6 FINANZMÄRKTE

Im folgenden Abschnitt wird auf die wichtigsten Merkmale der Geld-, Renten- und Aktienmärkte im Eurogebiet eingegangen. Kasten 2.2 gibt einen Überblick über einige wichtige Begriffe im Zusammenhang mit den 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 gleich von Beginn der dritten Stufe der WWU an erfüllt, als die nationalen Geldmärkte erfolgreich in einen effizienten Geldmarkt für das Eurogebiet integriert wurden. Die Finanzmarkt-turbulenzen im August 2008 und die nachfolgende Krise haben die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts auf eine harte Probe gestellt, da die Interbankenbeziehungen durch den Anstieg des Liquiditätsrisikos und des Kreditausfallrisikos unmittelbar beeinträchtigt wurden. Die EZB ergriff Sondermaßnahmen, um die Banken bei der Ausreichung von Krediten an die Realwirtschaft zu

unterstützen, und förderte so einen effizienten geldpolitischen Transmissionsmechanismus (siehe Kasten 5.1).

Die rasche Entstehung des euroraumweiten Geldmarkts wurde auch durch die Weiterentwicklung der Infrastruktur der Zahlungsverkehrssysteme gefördert, vor allem durch die Einführung des transeuropäischen automatisierten Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungssystems TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system), das eine reibungslose Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen ermöglicht. Das TARGET-System verbindet die Euro-Echtzeit-Bruttosysteme der nationalen Zentralbanken in der EU mit dem Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB. Die Steuerung und Kontrolle von TARGET obliegt dem EZB-Rat.

Auf dem Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets gibt es verschiedene sogenannte Kassasegmente, darunter auch den unbesicherten Markt. Dieses wichtige Geldmarktsegment dient vorrangig der Steuerung des Liquiditätsbedarfs der Banken, weshalb sich die unbesicherten Transaktionen stark auf kurze Laufzeiten 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.

Weitere wichtige Kassasegmente des Geldmarkts sind 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. In den letzten Jahren hat sich der Repomarkt

Rolle der Zahlungsverkehrssysteme

Unbesicherte Geldmarktsegmente

Besicherte Geldmarktsegmente

Integration des Geldmarkts

zum wichtigsten Segment des Geldmarkts im Euroraum entwickelt. Bei Repogeschäften und Devisenswapgeschäften ist im Wesentlichen eine Konzentration auf Laufzeiten von bis zu einem Monat zu beobachten.

#### Derivatemärkte

Neben den oben genannten Kassasegmenten umfasst der Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets auch Derivate-segmente. Zu den wichtigsten Derivaten zählen Zinsswaps und Zinsterminkontrakte sowie Terminkontrakte und Optionen. Die in diesen Marktsegmenten am häufigsten eingesetzten Instrumente sind EONIA-Swaps und EURIBOR-Terminkontrakte.

#### Wichtigste Entwicklungen am Euro- Geldmarkt bis Mitte 2010

Von Beginn an und bis zum Jahr 2007 waren am Euro-Geldmarkt beträchtliche (durchschnittliche) Jahreswachstumsraten zu verzeichnen. Dies änderte sich jedoch leicht mit dem Einsetzen der Finanzmarkturbulenzen im Jahr 2007. Den Ergebnissen der von der EZB durchgeführten Erhebung über den Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets (Euro Money Market Survey) zufolge war der Gesamtumsatz am Euro-Geldmarkt im zweiten Quartal 2010 das dritte Jahr in Folge rückläufig. Ursächlich für diese beständige Abnahme waren in erster Linie die anhaltenden negativen Auswirkungen der Finanzkrise auf die Interbankengeschäfte und der durch die hohen Zuteilungsvolumina bei den Refinanzierungsgeschäften der EZB mit Vollzuteilung bedingte Liquiditätsüberschuss am Interbankenmarkt im Euroraum. Am stärksten war der Rückgang der Aktivitäten bei den EONIA-Swaps und am unbesicherten Markt. Die Umsatzeinbußen am unbesicherten Geldmarkt dürften unter anderem darauf zurückzuführen gewesen sein, dass aufgrund des anhaltenden Trends zur Vermeidung von Kreditausfallrisiken eine kontinuierliche Verlagerung zugunsten besicherter Geschäfte

stattfand. Eine weitere mögliche Ursache ist die gesunkene Nachfrage nach Liquidität, die sich aus dem im zweiten Jahresviertel 2010 bestehenden Liquiditätsüberschuss ergab. Darüber hinaus gibt es Anzeichen dafür, dass sich die Banken zunehmend über die Begebung kurzfristiger Wertpapiere und weniger über die Hereinnahme von Interbankeneinlagen kurzfristig refinanzierten.

Der besicherte Markt blieb das größte Segment des Euro-Geldmarkts, und die Geschäftstätigkeit nahm im zweiten Quartal 2010 weiter zu. Getragen wurden die Umsatzsteigerungen von Geschäften mit Laufzeiten von bis zu einem Monat, die nach wie vor den größten Teil des besicherten Markts ausmachten. Die Zunahme ist größtenteils auf den anhaltenden Trend, das Kreditausfallrisiko zu reduzieren, zurückzuführen. Am Markt für Derivate war in den vergangenen vier Jahren ein merklicher Rückgang bei den EONIA-Swaps zu beobachten, die üblicherweise das liquideste Derivatesegment darstellen. Grund hierfür war vor allem, dass die Banken im Zuge der Finanzmarktspannungen eine Bilanzverkürzung vornehmen mussten, und dass die kurzfristigen Zinserwartungen relativ stabil blieben. Gleichzeitig haben die Segmente für Zinsterminkontrakte und Devisenswaps an Bedeutung gewonnen. Obgleich die Turbulenzen an den Märkten eine Herausforderung für die Finanzmarktintegration darstellten, belegen die Daten der EZB, dass die Segmente des Euro-Geldmarkts insgesamt nach wie vor einen hohen Integrationsgrad aufweisen.

#### Rentenmarkt

Der Geldmarkt umfasst auch den Markt für kurzfristige Wertpapiere (z. B. Commercial Paper, Einlagenzertifikate). Der Gesamtumlauf an kurzfristi-

Geringere  
Bedeutung  
kurzfristiger  
Schuldver-  
schreibungen ...

**Tabelle 2.6 Umlauf an kurzfristigen auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet**

(Jahresendstand; in Mrd € (in % des BIP))						
	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Monetäre	111	315	482	788	822	733
Finanzinstitute	(2,0)	(4,7)	(5,9)	(8,7)	(8,9)	(8,2)
Nichtmonetäre	4	6	19	37	66	75
Finanzinstitute	(0,1)	(0,1)	(0,2)	(0,4)	(0,7)	(0,8)
Nichtfinanzielle	45	90	79	100	116	71
Kapitalgesellschaften	(0,8)	(1,3)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(0,8)
Öffentliche Haushalte	322	254	367	363	591	746
	(5,8)	(3,8)	(4,5)	4,0	(6,4)	(8,3)
Insgesamt	482	665	947	1 287	1 595	1 625
	(8,7)	(9,8)	(11,6)	14,3	(17,2)	(18,1)

Quelle: EZB.

gen von Ansässigen im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen ist in den vergangenen zehn Jahren konstant gestiegen und erreichte im Frühjahr 2009 einen Höchststand. Bedingt durch die jüngsten Finanzmarktspannungen ist der Markt für kurzfristige Schuldverschreibungen seither etwas geschrumpft, sodass sich der Gesamtumlauf Ende 2009 auf 1 625 Mrd € und damit 18,1 % des BIP im Eurogebiet belief (siehe Tabelle 2.6). Verglichen mit dem Stand zu Beginn des Jahrzehnts entspricht dies allerdings immer noch einer Verdoppelung, was die bemerkenswerte Entwicklung dieses Markt-

segments verdeutlicht. Trotz einer gewissen Verbesserung zählt es jedoch noch immer zu den am stärksten fragmentierten Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet. In den letzten zehn Jahren waren die MFIs in der Regel bei Weitem die bedeutendsten Emittenten und zeichneten für mehr als die Hälfte der begebenen Papiere verantwortlich. Im Gefolge der Finanzkrise und mit zunehmend akutem kurzfristigem Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte nahm der Anteil der Emissionen des Staatssektors wieder zu, sodass Ende 2009 knapp die Hälfte der Gesamtemissionen auf Staatstitel entfiel.

**Tabelle 2.7 Umlauf an langfristigen auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet**

(Jahresendstand; in Mrd € (in % des BIP))						
	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Monetäre	1 012	2 462	3 629	4 261	4 450	4 646
Finanzinstitute	(18,2)	(36,3)	(44,6)	(47,3)	(48,1)	(51,8)
Nichtmonetäre	76	370	934	1 467	2 104	3 151
Finanzinstitute	(1,4)	(5,5)	(11,5)	(16,3)	(22,7)	(35,1)
Nichtfinanzielle	173	341	508	556	593	743
Kapitalgesellschaften	(3,1)	(5,0)	(6,2)	(6,2)	(6,4)	(8,3)
Öffentliche Haushalte	1 162	3 402	4 266	4 497	4 687	5 137
	(20,9)	(50,2)	(52,4)	(49,9)	(50,6)	(57,3)
Insgesamt	2 424	6 575	9 337	10 782	11 834	13 677
	(43,6)	(97,0)	(114,6)	(119,7)	(127,8)	(152,5)

Quelle: EZB.

**... im Vergleich zu langfristigen Schuldverschreibungen**

Langfristige Euro-Schuldverschreibungen machten in den vergangenen zehn Jahren rund 90 % der von Ansässigen im Euroraum insgesamt begebenen Schuldtitel aus. Anders als bei den kurzen Laufzeiten nahm der Umlauf dieser Schuldverschreibungen auch während der jüngsten Finanzkrise weiter zu und belief sich Ende 2009 auf 13 677 Mrd € was 152,5 % des BIP entspricht, verglichen mit 97,6 % zehn Jahre zuvor (siehe Tabelle 2.7). Der öffentliche Sektor (d. h. Zentralstaaten und sonstige öffentliche Haushalte) ist volumemäßig der wichtigste Emittent langfristiger Schuldverschreibungen, wenngleich sich der Marktanteil des MFI-Sektors in der zweiten Hälfte der letzten Dekade rasch erhöhte. Vor dem Hintergrund der Finanzmarktspannungen haben von MFIs begebene langfristige Schuldverschreibungen in jüngster Zeit etwas an Gewicht verloren. Im Gegensatz dazu ist die Bedeutung von Schuldverschreibungen, die von nicht-monetären Finanzinstituten emittiert wurden, spürbar gestiegen, worin die Verbriefungsaktivitäten von durch Banken getragenen Zweckgesellschaften zum Ausdruck kommen. Im Vergleich hierzu hat die Emission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Eurogebiet über weite Strecken des letzten Jahrzehnts nur geringfügig zugelegt und

belief sich Ende 2009 auf 8,3 % des BIP nach 6,2 % des BIP vor dem Einsetzen der Finanzmarkturbulenzen. Zwar dürfte dies in erster Linie darauf zurückzuführen sein, dass sich die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt für Unternehmen erheblich verbessert haben, allerdings könnte auch die geringere Verfügbarkeit von Bankkrediten aufgrund einer Verschärfung der Konditionen während der Finanzmarkturbulenzen eine Rolle gespielt haben.

Die Emission von Schuldverschreibungen ist im Euro-Währungsgebiet nach wie vor weniger ausgeprägt als in den Vereinigten Staaten und Japan. Ende 2009 lag der Umlauf im Euro-Währungsgebiet bei 155 % des BIP, verglichen mit 176 % in den Vereinigten Staaten und 225 % in Japan (siehe Tabelle 2.8). Der hohe Prozentsatz für Japan lässt sich mit der Größe des Markts für Staatsanleihen erklären, der mehr als doppelt so groß ist wie in den Vereinigten Staaten oder im Euroraum. Die Fremdfinanzierung über die Emission von Wertpapieren durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften spielt, gemessen am BIP, in den USA und Japan eine deutlich größere Rolle als im Eurogebiet. Der Umlauf an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften belief sich im Euroraum

**Finanzierung über Schuldverschreibungen im Eurogebiet weniger ausgeprägt als in den USA**

**Tabelle 2.8 Umlauf an Schuldverschreibungen (ohne Fremdwährungsanleihen) von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2009)**

(in % des BIP)	Insgesamt	Begeben von finanziellen Kapitalgesellschaften	Begeben von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	Begeben von öffentlichen Haushalten
Euro-Währungsgebiet	154,6	81,8	7,8	64,9
Vereinigte Staaten	175,8	89,8	19,5	66,5
Japan	224,8	21,1	15,3	188,2

Quellen: EZB und BIZ.

Ende 2009 auf etwa 8 % des BIP, in den Vereinigten Staaten und Japan betrug er hingegen 19,5 % bzw. 15,3 %.

Einige Segmente des Rentenmarkts im Euroraum wenig entwickelt

Trotz des anhaltenden, starken Wachstums des Rentenmarkts im Euro-Währungsgebiet sind einige Marktsegmente, wie zum Beispiel jene für Schuldverschreibungen mit niedriger Bonitätseinstufung oder ohne Rating, noch immer relativ unterentwickelt. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten verfügen im Euroraum weniger nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften über ein Rating, was ihren Zugang zum Markt für Unternehmensanleihen einschränkt.

### 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 56 % des BIP Ende 2009 zu. Dabei erreichte sie in den vergangenen 20 Jahren zweimal einen Höchststand von jeweils rund 85 % (Ende 2000 und Ende 2007), fiel aber Ende 2008 auf einen historischen Tiefstand von 38 % (siehe Tabelle 2.9). Vor dem Hintergrund einer Reihe von Ereignissen, die eine Neuordnung der gesamten Finanzwelt nach sich zogen, sowie sich weltweit verschlechternder gesamtwirtschaftlicher Bedingungen haben eine hohe Volatilität und deutliche Einbußen an den Aktienmärkten international zu starken Kursverlusten

und einem Rückgang der Aktienmarktkapitalisierung geführt. Das Jahr 2009 hingegen war von einer eindrucksvollen globalen Kurserholung gekennzeichnet. Ursächlich hierfür war ein neu gewonnenes Vertrauen und eine nachlassende Risikoaversion aufseiten der Anleger, was beides in nicht unerheblichem Maße auf die umfangreichen Stützungsmaßnahmen der Regierungen und Zentralbanken zurückzuführen war. Gegenüber Ende 2008 erhöhten sich die wichtigsten Aktienmarktindizes im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan um rund 17, 24 bzw. 1 Prozentpunkt(e) und beliefen sich auf 55 %, 106 % bzw. 65 % des BIP.

Die Aktienmarktkapitalisierung blieb im Euroraum insgesamt deutlich unter dem Niveau der Vereinigten Staaten; das Gefälle zwischen der am BIP gemessenen Aktienmarktkapitalisierung in den USA und im Eurogebiet vergrößerte sich sogar von etwa 30 Prozentpunkten im Jahr 1990 auf rund 50 Prozentpunkte im Jahr 2009. Im Gegensatz dazu verringerte sich die Aktienmarktkapitalisierung in Japan von 97 % des BIP im Jahr 1990 auf 65 % im Jahr 2009. Der höchste Stand wurde 2006 mit 106 % des BIP erreicht.

... ist aber geringer als in den USA

Ein weiteres Indiz für die zunehmende Bedeutung des Aktienmarkts liefern Statistiken über die Anzahl börsennotierter Unternehmen. Im Euroraum erhöhte sich diese Zahl von Ende 1990

Mehr börsennotierte Unternehmen im Euroraum

**Tabelle 2.9 Aktienmarktkapitalisierung im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan**

(Jahresendstand; in % des BIP)

	1990	1995	1998	2000	2002	2006	2007	2008	2009
Euro-Währungsgebiet	21	27	63	86	50	80	84	38	55
Vereinigte Staaten	54	93	144	153	104	146	142	81	106
Japan	97	67	63	68	53	106	99	64	65

Quelle: World Federation of Exchanges.



**Tabelle 2.10 Anzahl der börsennotierten in- und ausländischen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan**

(Jahresendstand)	1990	1995	1998	2000	2002	2006	2007	2008	2009
Euro-Währungsgebiet	4 276	5 106	4 546	5 516	6 651	6 392	6 601	6 686	6 445
Vereinigte Staaten	6 765	8 160	8 461	7 851	6 586	6 005	5 965	5 472	5 179
Japan	1 752	1 791	1 890	2 096	2 153	2 416	2 414	2 390	2 335

Quelle: World Federation of Exchanges.

bis Ende 2009 von 4 276 auf 6 445 (siehe Tabelle 2.10). Im Vergleich hierzu belief sich die Anzahl börsennotierter Unternehmen in den Vereinigten Staaten und Japan Ende 2009 auf 5 179 bzw. 2 335.

Aktien, die in anderen Euro-Ländern begeben wurden, war nicht zuletzt dem Beitrag institutioneller Anleger geschuldet. Der prozentuale Anteil der von Investmentfonds insgesamt gehaltenen Aktien und sonstigen Dividendenwerte sowie Beteiligungen (ohne Investmentfondsanteile), die von Ansässigen eines anderen Landes des Euroraums als dem, in dem der Fonds ansässig ist, begeben wurden, stieg von 17 % im Jahr 1998 auf rund 25 % Ende 2009. Die jüngsten Finanzmarkturbulenzen haben die Allokation der Investitionen im Euroraum nur geringfügig beeinflusst.

## 2.7 FINANZINTERMEDIÄRE

### Kreditinstitute und sonstige monetäre Finanzinstitute

Grundsätzlich lassen sich zwei Arten von Finanzintermediären unterscheiden: monetäre Finanzinstitute (MFIs) und sonstige Finanzintermediäre (SFIs). Zu den MFIs zählen das Eurosystem (die EZB und die NZBen der Länder, deren Währung der Euro ist), Kreditinstitute und Nicht-Kreditinstitute (vornehmlich Geldmarktfonds), deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Bei den im Eurogebiet ansässigen MFIs handelt es sich zum Großteil um Kreditinstitute (d. h. Geschäftsban-

**Definition von Kreditinstituten und MFIs**

### Zunehmende Integration der Aktienmärkte im Eurogebiet

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. Die in jüngster Zeit beobachteten erheblichen Schwankungen der Aktienkurse scheinen keine nennenswerten Auswirkungen auf den Grad der grenzüberschreitenden Integration der europäischen Aktienmärkte gehabt zu haben. Von 2001 bis 2007 stockten die Anleger im Euroraum ihren Anteil der in anderen Euro-Ländern emittierten Aktien, gemessen an den von ihnen insgesamt gehaltenen Aktienwerten des Eurogebiets, von 22 % auf 33 % auf. Im Jahr 2008 stieg dieser Anteil weiter, und zwar sehr beträchtlich, auf 38 %. Im Gegensatz dazu ist der Anteil der außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Aktien aus dem Euroraum seit 2001 nach wie vor wesentlich niedriger und hat sich lediglich geringfügig erhöht. Die Umschichtung zulasten heimischer Aktien und zugunsten von

**Tabelle 2.11 Anzahl der monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet**

(Jahresendstand)	2000	2004	2008	2010
Kreditinstitute	7 521	6 406	6 570	6 334
Geldmarktfonds	1 599	1 670	1 721	1 474
Zentralbanken und sonstige Finanzinstitute	21	19	19	20
<b>MFIs insgesamt</b>	<b>9 193</b>	<b>8 095</b>	<b>8 310</b>	<b>7 828</b>

Quelle: EZB.

ken, Sparkassen, Genossenschaftsbanken, Postbanken, Spezialkreditinstitute usw.). Sie sind durch zwei Bankrechtskoordinierungsrichtlinien<sup>7</sup> eindeutig abgegrenzt und unterliegen allgemein anerkannten EU-weiten aufsichtsrechtlichen Normen. Kreditinstitute sind die Geschäftspartner der Zentralbanken bei deren geldpolitischen Geschäften (siehe Kapitel 4). Da sie privaten Haushalten und Unternehmen Kredite gewähren, und zwar vor allem auf der Grundlage von Krediten der Zentralbank, spielen sie bei der Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Volkswirtschaft eine entscheidende Rolle (siehe Kapitel 3).

**Anzahl der MFIs aufgrund finanzwirtschaftlicher Konsolidierung gesunken**

Ende 2010 waren im Euro-Währungsgebiet 6 334 Kreditinstitute ansässig; dies entspricht 80 % aller MFIs im Eurogebiet (siehe Tabelle 2.11). Hinzu kamen 1 474 Geldmarktfonds, die den größten Teil der verbleibenden 20 % ausmachten. Trotz der Erweiterung des Euroraums durch den Beitritt Griechenlands (2001), Sloweniens (2007), Zyperns und Maltas (2008), der Slowakei (2009) und Estlands (2011) ist die Anzahl der MFIs im Eurogebiet seit der Einführung des Euro um fast 20 % gesunken, was auf den fortschreitenden Konsolidierungsprozess im europäischen Kreditgewerbe zurückzuführen ist. Der Konsolidierungstrend im Sektor

der Kreditinstitute ist eine Reaktion auf die Marktverhältnisse, die sich durch eine Reihe von Faktoren wie den technischen Fortschritt, die Deregulierung, Liberalisierung und Globalisierung verändert haben. Die Einführung des Euro hat diese Entwicklung wahrscheinlich beschleunigt, da sie die Transparenz über nationale Grenzen hinweg verbessert hat. 41,1 % der im Euroraum ansässigen MFIs befanden sich in Deutschland und Frankreich, womit ihr Anteil gegenüber dem Stand bei Einführung des Euro weitgehend unverändert blieb.

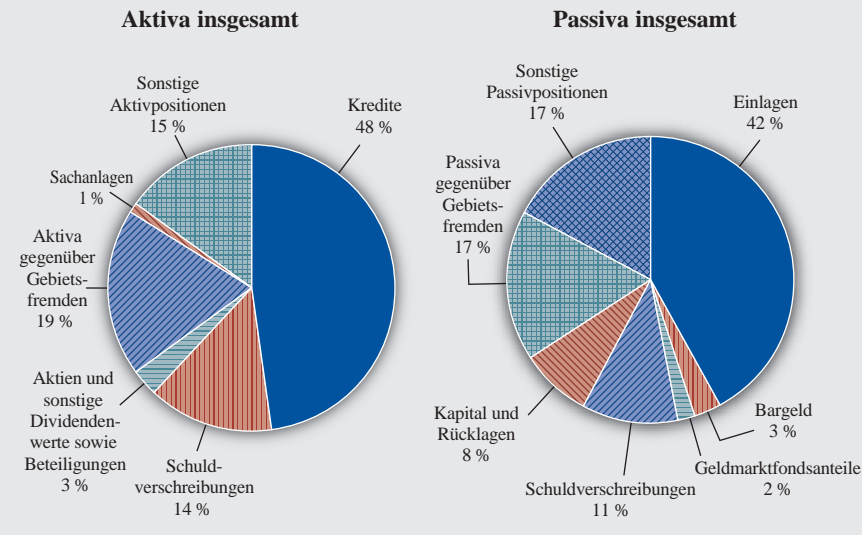
Die EZB und die NZBen erhalten monatliche und vierteljährliche Statistiken von den MFIs im Euro-Währungsgebiet und verwenden diese als Grundlage für die Berechnung einer aggregierten und einer konsolidierten MFI-Bilanz für das gesamte Eurogebiet. Die aggregierte Bilanz des MFI-Sektors ergibt sich aus der Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euroraum ansässigen MFIs. Sie enthält Informationen über die Inter-MFI-Positionen auf Bruttobasis und 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

**Aggregierte und konsolidierte Bilanz der MFIs**

<sup>7</sup> Der Begriff „Kreditinstitut“ bezieht sich auf ein Institut, das der in den Bankrechtskoordinierungsrichtlinien 77/780/EWG vom 12. Dezember 1977 und 89/646/EWG vom 30. Dezember 1989 enthaltenen Definition entspricht, das heißt auf „ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren“.

**Abbildung 2.4 Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) am Jahresende 2010**

(in % der Bilanzsumme)



Quelle: EZB.

von Nutzen. In der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors werden die in der aggregierten Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen des Euro-Währungsgebiets saldiert. Die konsolidierte Bilanz bietet die Grundlage für die regelmäßige Analyse monetärer Entwicklungen sowie der Entwicklung der Kreditvergabe im Euroraum einschließ-

lich der Geldmengenaggregate (siehe Kasten 2.3).

Aus Abbildung 2.4 geht die Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) Ende 2010 hervor. Einlagen machten 42 % der Passiva insgesamt aus; andere wichtige

**Einlagen und Kredite sind wichtigste 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 hängt die geeignete Definition eines monetären Aggregats weitgehend vom Zweck ab, den das gewählte Aggregat erfüllen soll. Da viele unterschiedliche Finanzwerte austauschbar sind und sich Finanzaktiva, Transaktionen und Zahlungsmittel in ihrer Art und ihren Merkmalen im Zeitverlauf verändern, ist nicht immer klar, wie die Geldmenge festgelegt werden sollte und welche Vermögenswerte welcher Abgrenzung der Geldmenge zuzuordnen sind. Aus diesen Gründen definieren und überwachen Zentralbanken für gewöhnlich mehrere monetäre Aggregate.

Die Bestimmung der monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet durch die EZB stützt sich auf eine harmonisierte Abgrenzung des geldschöpfenden Sektors und des geldhaltenden Sektors sowie der Kategorien von MFI-Verbindlichkeiten. Zum geldschöpfenden Sektor gehören die im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. Der

geldhaltende Sektor besteht aus allen im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs außer den Zentralstaaten.<sup>1</sup>

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 Geldmengenaggregat (M3) definiert. Diese Aggregate unterscheiden sich voneinander in Bezug auf den (anhand der Übertragbarkeit, Konvertibilität, Kurssicherheit und Marktfähigkeit beurteilten) Liquiditätsgrad der einbezogenen Vermögenswerte.

Tabelle 2.12 zeigt die Abgrenzung monetärer Aggregate im Euro-Währungsgebiet. M1 umfasst den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen, die ohne Weiteres in Bargeld umgewandelt oder für bargeldlose Zahlungen verwendet werden können. Zu M2 zählen zusätzlich solche Einlagen, die in Komponenten der eng gefassten Geldmenge umgewandelt werden können; teilweise können jedoch Einschränkungen bestehen, wie etwa Kündigungsfristen, Strafzinsen oder Gebühren. M3 schließlich enthält neben M2 bestimmte von gebietsansässigen MFIs ausgegebene marktfähige Instrumente. Aufgrund des hohen Liquiditätsgrads und der Kurssicherheit dieser Instrumente handelt es sich bei ihnen um enge Substitute für Einlagen. Durch ihre Einbeziehung wird das weit gefasste Geldmengenaggregat weniger stark von Umschichtungen zwischen verschiedenen Kategorien liquider Forderungen beeinflusst als engere Geldmengenabgrenzungen und ist aus diesem Grund stabiler (siehe auch Kapitel 3).

Auf Fremdwährungen lautende liquide Forderungen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets können enge Substitute für auf Euro lautende Forderungen darstellen. Die Geldmengenaggregate enthalten daher auch solche Forderungen, sofern 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

<sup>1</sup> Obwohl die Zentralstaaten nach allgemeiner Auffassung auch nicht zum geldschöpfenden 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 hochliquide sind.

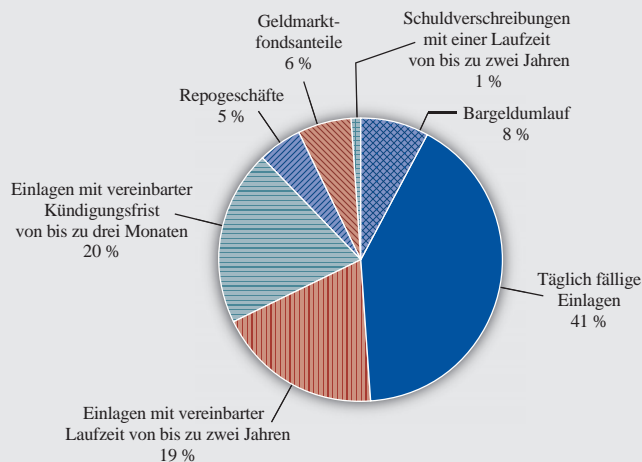
**Tabelle 2.12 Abgrenzung monetärer Aggregate im Euro-Währungsgebiet**

<b>Verbindlichkeiten<sup>1)</sup></b>	<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>
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 Zentralstaaten (Post, Schatzamt) gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Zentralstaaten).

Abbildung 2.5 Anteile der Komponenten von M3 in % am Jahresende 2010



Quelle: EZB.

werden, sind 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 emittiert 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.

In Abbildung 2.5 werden die relativen Anteile der Komponenten von M3 im Dezember 2010 dargestellt. Auf täglich fällige Einlagen entfiel der größte Teil, nämlich 41 %, von M3. Der Anteil an M3 von Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren lag bei 19 % und jener von Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten bei 20 %. Der Bargeldumlauf machte 8 % und Geldmarktfondsanteile 6 % von M3 aus. Auf Repogeschäfte und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren schließlich entfielen 5 % bzw. 1 % von M3.

Passivpositionen waren Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden sowie Schuldverschreibungen, die sich auf 17 % bzw. 11 % der gesamten MFI-Passiva beliefen. Auf Kredite entfiel der größte Teil der Aktiva insgesamt (48 % Ende 2010). Aktiva gegenüber Gebietsfremden machten 19 % der gesamten MFI-Aktiva aus, Aktiva in Form von Schuldverschreibungen sowie von Aktien, sonstigen Dividendenwerten und Beteiligungen 14 %.

Ende 2009 beliefen sich die Bankeinlagen im Euro-Währungsgebiet auf 132 % des BIP (siehe Tabelle 2.13). Damit war ihr Anteil höher als in den Vereinigten Staaten (64 %), jedoch niedriger als in Japan (215 %). Gleichzeitig betrug die Bankkredite im Euroraum 142 % des BIP, während die entsprechende Quote in den Vereinigten Staaten und Japan bei 56 % bzw. 145 % lag. Diese Zahlen veranschaulichen die Bedeutung der Finanz-

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

**Tabelle 2.13 Bankeinlagen und Bankkredite im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2009)**

(in % des BIP)	Verbindlichkeiten aus Bankeinlagen <sup>1)</sup>	Bankkredite	Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
Euro-Währungsgebiet	131,9	141,5	52,4
Vereinigte Staaten <sup>2)</sup>	63,7	55,6	22,0
Japan	215,2	145,3	47,4

Quellen: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet (EZB), Flow of Funds (Federal Reserve System) und Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung (Bank of Japan).

1) Konsolidiert (d. h. ohne Schätzung der Interbankeinlagen).

2) Im Fall der Vereinigten Staaten umfasst der Begriff „Banken“ Geschäftsbanken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften.

intermediation von Banken im Euro-Währungsgebiet, insbesondere im Vergleich zu den Vereinigten Staaten. Die Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften beliefen sich Ende 2009 sowohl im Euroraum als auch in Japan auf rund 50 % des BIP, in den USA hingegen auf 22 % des BIP. Daran lässt sich ablesen, dass die Kapitalmärkte im Euroraum und in Japan für die Unternehmensfinanzierung eine viel größere Rolle spielen als in den Vereinigten Staaten, wo die nichtfinanziellen Unternehmen im Allgemeinen in deutlich stärkerem Maße auf Finanzierungsquellen aus dem Nichtbankenbereich zurückgreifen.

#### **Sonstige Finanzintermediäre**

Finanzintermediäre, die zur Kategorie der SFIs zählen, erbringen ebenfalls Finanzdienstleistungen für private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und/oder handeln im eigenen Namen an den Finanzmärkten. Zu den SFIs gehören Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, der Sektor Kredit- und Versicherungshilftätigkeiten, Investmentfonds, Wertpapier- und Derivatehändler sowie im Kreditgeschäft tätige finanzielle Kapitalgesellschaften. Der SFI-Sektor umfasst auch Institute, die von MFIs zum Zweck der Verbriefung von

Kredit, die andernfalls in der MFI-Bilanz ausgewiesen werden müssten, geschaffen wurden. Der Hauptunterschied zwischen SFIs und MFIs besteht darin, dass MFIs Einlagen des Publikums entgegennehmen können, während sich SFIs über andere Quellen, beispielsweise über die Emission von Wertpapieren, finanzieren. SFIs unterliegen weniger strengen regulatorischen Vorschriften und können Finanzinnovationen daher schneller umsetzen als MFIs. Ebenso wie die MFIs zählen auch die SFIs zum geldhaltenden Sektor, und jede Ausweitung ihrer Bilanzen führt automatisch dazu, dass sich auch die Bilanzen der MFIs ausweiten. Im Einklang mit der Liberalisierung der Finanzmärkte und dem Aufkommen von Finanzinnovationen erhöhten sich die Gesamtaktiva von Investmentfonds von 2003 bis 2007 erheblich, und zwar von rund 50 % des BIP im Jahr 2003 auf 60 % Anfang 2007. Infolge der Finanzkrise ging diese Quote im Euroraum jedoch bis Ende 2009 wieder auf 51 % zurück. Verglichen mit der Bedeutung der Aktiva von MFIs, die sich am Jahresende 2009 auf 269 % des BIP im Eurogebiet beliefen, spielen die Aktiva der Investmentfonds jedoch nach wie vor eine deutlich geringere Rolle.

**Bedeutung der SFIs in den letzten Jahren deutlich gestiegen**

## 2.8 WIRTSCHAFTLICHE VIELFALT

Geringe Divergenz bei Inflation und Wirtschaftswachstum im Euroraum

Betrachtet man die Inflation und das Wirtschaftswachstum in den einzelnen Euro-Ländern, so sind – ebenso wie in anderen großen Währungsräumen wie den Vereinigten Staaten – lediglich geringe Unterschiede feststellbar. Mögliche Ursachen für solche Divergenzen sind unterschiedliche demografische Trends, langfristige Aufholprozesse oder anhaltende Anpassungen, die letztlich zu einer effizienteren Ressourcenallokation führen. Bestünden jedoch in einzelnen Euro-Ländern über einen längeren Zeitraum hinweg Inflations- und Wachstumsunterschiede und wären diese durch strukturelle Ineffizienzen oder unzureichend aufeinander abgestimmte nationale Politikmaßnahmen bedingt, wäre dies bedenklich und bedürfte einer Anpassung der Politik auf nationaler Ebene. Um besser beurteilen zu können, wie sich die Erweiterung des Euroraums auf die verfügbaren Divergenzindi-

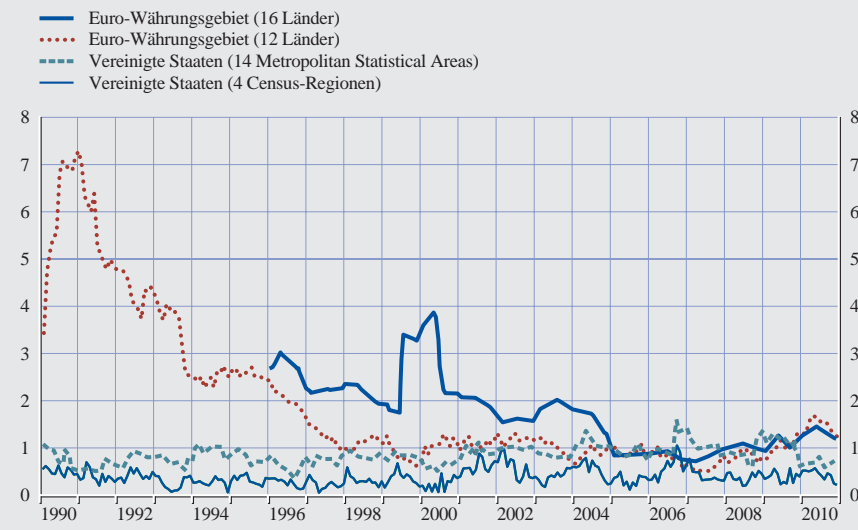
katoren ausgewirkt hat, wird im Folgenden die Heterogenität für die zwölf Länder, die im Jahr 2002 die Euro-Bargeldumstellung durchgeführt haben, wie auch für jene 16 Länder, die 2010 zum Eurogebiet zählten, aufgezeigt.

In Abbildung 2.6 werden die Inflationsunterschiede innerhalb des Eurogebiets sowie der Vereinigten Staaten mittels der ungewichteten Standardabweichung dargestellt. Die Kurve für die zwölf Euro-Länder zeigt eine weitgehend stabile Streuung der HVPI-Inflation seit Ende der 1990er-Jahre. Das Ausmaß der Abweichungen entspricht annähernd dem der 14 US-amerikanischen Ballungszentren (Metropolitan Statistical Areas – MSAs), liegt aber über dem der vier US-Census-Regionen. Im Jahr 2009 und in den ersten Monaten des Jahres 2010 nahm die Inflationsdispersion im Euroraum leicht zu. Dies war darauf zurückzuführen, dass es in Bezug auf das

Inflationsdispersion

Abbildung 2.6 Inflationsdispersion im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(ungewichtete Standardabweichung in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und U.S. Bureau of Labor Statistics.

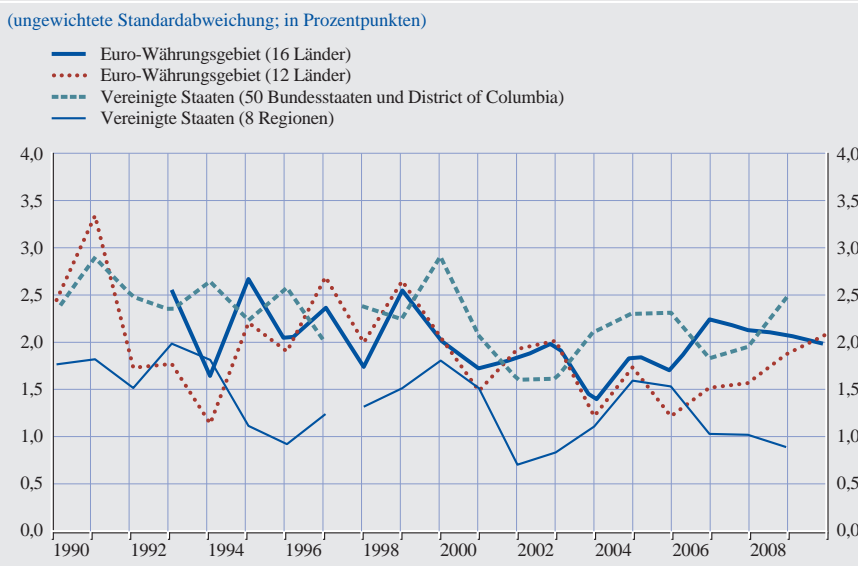
Ausmaß und den Zeitpunkt, zu dem sich die Folgen der wirtschaftlichen Rezession bzw. der Erholung bemerkbar machten, sowie im Hinblick auf die finanzpolitischen Maßnahmen (einschließlich Erhöhungen der indirekten Steuern) Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gab. Die zunehmende Heterogenität verdeutlicht die Notwendigkeit von – zum Teil bereits umgesetzten – Anpassungen der nationalen Wirtschaftspolitik, um die entstandenen Ungleichgewichte auf nationaler Ebene beseitigen zu können. Im zweiten Halbjahr 2010 verringerte sich das Inflationsdifferential im Eurogebiet und lag Anfang 2011 nahe am historischen Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre. Berücksichtigt man auch Slowenien (seit 2007 Mitglied des Euro-Währungsgebiets), Zypern und Malta (Mitglieder seit 2008) sowie die Slowakei (Mitglied seit 2009), so

nähert sich der Streuungsgrad der 16 Euro-Länder allmählich jenem der zwölf Euro-Länder an. Derartige Vergleiche unterliegen jedoch Einschränkungen, da die (nicht harmonisierten) Daten und geografischen Einheiten nur bedingt vergleichbar sind.

Bezüglich der Entwicklung des realen BIP zeigt Abbildung 2.7 die Wachstumsunterschiede innerhalb des Euro-raums und der Vereinigten Staaten anhand der ungewichteten Standardabweichung. Die Kurve für die zwölf Euro-Länder weist eine relativ stabile Dispersion des Wirtschaftswachstums in den 1990er-Jahren auf, welche sich anschließend leicht verringerte. In der jüngeren Vergangenheit nahmen die Wachstumsunterschiede etwas zu und erreichten wieder das zu Beginn des neuen Jahrtausends verzeichnete Niveau. Unter Berücksichtigung Sloweniens, Zyperns, Malts und der

Dispersion  
des realen  
BIP-Wachstums

**Abbildung 2.7 Dispersion des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten<sup>1)</sup>**



Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission für 2010 und U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA).  
 1) Die US-Regionaldaten weisen im Jahr 1998 einen statistischen Bruch auf. Die Angaben zu den US-Bundesstaaten und -Regionen beziehen sich auf das BIP des Bundesstaats. Die acht Regionen wurden vom BEA festgelegt und decken das gesamte Land ab. Angaben für die Slowakei stehen für den Zeitraum ab 1992 zur Verfügung.



Slowakei wies die Dispersion seit 1994 in den 16 Euro-Ländern eine sehr starke Ähnlichkeit mit jener in den zwölf Euro-Ländern auf. In den letzten Jahren allerdings waren die Wachstumsunterschiede in den 16 Ländern größer als in den zwölf Ländern. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten wird deutlich, dass die Streuung des Wirtschaftswachstums im Euroraum weitgehend ähnlich war. Auch derartige Gegenüberstellungen unterliegen jedoch Einschränkungen, da die (nicht harmonisierten) Daten und die geografischen Einheiten nur bedingt vergleichbar sind.



## 3 DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB

Im vorliegenden Kapitel wird die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank beschrieben, d. h. der allgemeine Ansatz der EZB, den sie zur Gewährleistung von Preisstabilität – ihres vorrangigen Ziels – 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 und deren Auswirkungen auf die Durchführung der Geldpolitik erörtert. Im Anschluss werden die Kernpunkte der geldpolitischen Strategie der EZB ausführlicher erläutert. Abschließend wird beschrieben, inwieweit die geldpolitische Strategie der EZB als Wegweiser für die geldpolitischen Entscheidungen während der weltweiten Finanzkrise fungierte.

### 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 folgendermaßen erklären: Die Zentralbank ist alleiniger Emittent von Banknoten und alleiniger Bereitsteller von 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 ökonomischer 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.

Die These der Neutralität des Geldes ist in Fachkreisen allgemein akzeptiert und empirisch belegt. Auf lange Sicht – d. h. nachdem alle Anpassungen in der Wirtschaft ihre Wirkung entfaltet haben – schlägt sich eine Veränderung der in der Wirtschaft vorhandenen Geldmenge (unter sonst gleichen Bedingungen) in einer Änderung des allgemeinen Preisniveaus nieder und zieht keine anhaltende Veränderung realer Variablen wie der gesamtwirtschaftlichen Produktion oder der Beschäftigung nach sich. Eine Veränderung der umlaufenden Geldmenge stellt letztendlich eine Veränderung der Recheninheit (und damit des allgemeinen Preisniveaus) dar, die alle sonstigen Variablen unberührt lässt.

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 Sicht wesentlich durch reale (angebotsseitige) Faktoren bestimmt. Hierzu zählen die technologische Entwicklung, das Bevölkerungswachstum, die Präferenzen der Wirtschaftsakteure sowie sämt-

... nicht aber auf das Realeinkommen oder die Beschäftigung

liche Aspekte des institutionellen Rahmens der Wirtschaft (vor allem Eigentumsrechte, Steuerpolitik, Sozialpolitik und sonstige Verordnungen, die die Flexibilität der Märkte und die Anreize für die Bereitstellung von Arbeitskraft und Kapital sowie die Investition in Humankapital zum Gegenstand haben).

**Inflation ist letztlich ein monetäres Phänomen**

Auf lange Sicht kann die Zentralbank das Wirtschaftswachstum nicht durch Veränderungen der Geldmenge beeinflussen. In diesem Zusammenhang ist auch die Aussage zu verstehen, Inflation sei letztlich ein monetäres Phänomen. In der Tat gehen länger anhaltende Phasen hoher Inflation gemeinhin 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 ganze Reihe ökonomischer Untersuchungen für unterschiedliche Zeiträume und Länder bestätigt. Durch empirische und theoretische Untersuchungen wird belegt, dass die Kosten von Inflation und Deflation erheblich sind. In einem von Preisstabilität geprägten Umfeld sind diese Kosten jedoch gering und lassen sich empirisch schwieriger ermitteln. Demnach ist es 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 lebhaften Wirtschaftsaktivität und einem hohen Beschäftigungsstand bei.

**Höherer Lebensstandard durch Preisstabilität aufgrund ...**

Erstens macht es Preisstabilität für die Bevölkerung einfacher, relative Preisänderungen (d. h. die Entwicklung der Preise einzelner Waren oder Dienstleistungen) von Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus zu unterscheiden. In solch einem Umfeld wissen die Menschen, dass Veränderungen der Preise üblicherweise die „relative Knappheit“ bestimmter Waren und Dienstleistungen widerspiegeln, welche aus Änderungen des Angebots und der Nachfrage bezüglich dieser Waren und Dienstleistungen resultiert. Dies erlaubt dem Markt eine effizientere Ressourcenallokation. Indem sie dem Markt ermöglicht, 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.

**... erhöhter Transparenz bei den relativen Preisen, ...**

Zweitens werden Gläubiger, die sicher sein können, dass die Preise auch zukünftig stabil bleiben, keine „Inflationsrisikoprämie“ als Vergütung für Risiken verlangen, die sich aus der längerfristigen Haltung von nominalen Vermögenswerten ergeben. Durch den Abbau solcher Risikoprämien im Realzins trägt die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zur Allokationseffizienz der Kapitalmärkte bei und verstärkt die Investitionsanreize. Dies wiederum fördert den wirtschaftlichen Wohlstand.

**... verringerter Inflationsrisikoprämien bei den Zinsen, ...**

... der 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.

... geringerer 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 finanzpolitischen Systeme 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 verschärft.

... größerer Vorteile der Bargeldhaltung, ...

Fünftens wirkt Inflation als eine Art Steuer auf Bargeldbestände. In einem inflatorischen Umfeld ist den privaten Haushalten an einem geringeren Bargeldeinsatz gelegen, um so die Transaktionskosten zu reduzieren. Diese sogenannten „Schuhlederkosten“ fallen an, weil die einzelnen Wirtschaftsakteure häufiger eine Bank (oder einen Geldautomaten) aufsuchen müssen, um Geld abzuheben.

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

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 unvorherseh-

baren Änderungen der Preisentwicklung kommt (z. B. Umverteilungswirkungen von Gläubigern zu Schuldnern). Die schwächsten gesellschaftlichen Gruppen leiden in der Regel am stärksten unter einer Inflation, weil sie sich nur unzureichend dagegen absichern können. Ein von stabilen Preisen geprägtes Umfeld trägt also dazu bei, sozialen Zusammenhalt und soziale Stabilität aufrechtzuerhalten. Anhand mehrerer Beispiele im zwanzigsten Jahrhundert hat sich gezeigt, dass hohe Inflations- oder Deflationsraten häufig zu sozialer und politischer Instabilität führen.

... und des Beitrags zur Finanzstabilität

Siebtens wird durch eine plötzliche Neubewertung finanzieller Vermögenswerte möglicherweise die Solidität der Bilanzen des Bankensektors untergraben und das Vermögen der privaten Haushalte und Unternehmen geschmälert. Gelingt es der Geldpolitik jedoch, die Preisstabilität glaubwürdig zu gewährleisten, können sowohl inflationäre als auch deflationäre Erschütterungen des realen Werts nominaler Vermögenswerte vermieden werden. Auf diese Weise leistet eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik einen wichtigen Beitrag zur Finanzstabilität.

Durch die Gewährleistung von Preisstabilität unterstützt die Zentralbank allgemeine wirtschaftliche Ziele

All diese Argumente legen den Schluss nahe, dass eine Zentralbank, die Preisstabilität gewährleistet, einen wesentlichen Beitrag zur Erreichung der weiter gefassten wirtschaftlichen Ziele (z. B. höherer Lebensstandard, kräftige Wirtschaftstätigkeit und bessere Beschäftigungsaussichten) liefert. Dies steht im Einklang mit einer großen Reihe empirischer Studien, die für eine Vielzahl von Ländern durchgeführt wurden und auf ein negatives Verhältnis zwischen Inflation und Wachstum hindeuten. Ein anhaltender Inflationsanstieg wiegt schwerer als alle kurzfristigen Erhöhungen des Nominaleinkommens und führt

letztlich zu einem dauerhaften Rückgang des Realeinkommens.

### **In den Verträgen zugewiesene Aufgaben**

Die oben dargestellten allgemein anerkannten Grundprinzipien spiegeln sich in der sinnvollen Aufteilung der Ziele und Zuständigkeiten auf verschiedene wirtschaftspolitische Instanzen in der Europäischen Währungsunion (EWU) wider (siehe Kapitel 1). Das vorrangige Ziel des Eurosystems – und damit der einheitlichen Geldpolitik, für die es verantwortlich ist – besteht laut Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) in der Gewährleistung von Preisstabilität. „Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist“, soll das Eurosystem auch „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union“ unterstützen, „um zur Verwirklichung der Ziele der Union beizutragen“, zu denen unter anderem „Vollbeschäftigung“ sowie ein „ausgewogenes Wirtschaftswachstum“ gehören.

chen Größen auf kurze bis mittlere Sicht dauerhaft Einfluss zu nehmen. Dies lässt sich anhand zweier Überlegungen erläutern. Erstens steht einer Zentralbank zur Wahrnehmung ihres Mandats lediglich ein Instrument zur Verfügung. Zweitens ist es die Aufgabe anderer wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger, namentlich der für die Finanz- und Strukturpolitik Verantwortlichen, die realwirtschaftliche Entwicklung auf kurze Sicht zu glätten und das Wachstumspotenzial der Wirtschaft unmittelbar zu erhöhen. Die klare Rangfolge der Ziele, auf denen das Eurosystem fußt, ist das Ergebnis jahrzehntelanger praktischer Erfahrung und zahlreicher wirtschaftswissenschaftlicher Studien, die darauf hinweisen, dass die Geldpolitik vor allem durch die dauerhafte Gewährleistung von Preisstabilität zur Verbesserung der Wirtschaftsaussichten und zur Hebung des Lebensstandards der Bürgerinnen und Bürger beiträgt.

## **3.2 DER TRANSMISSIONSMECHANISMUS DER GELDPOLITIK**

### **Der Transmissionsmechanismus und seine Übertragungskanäle**

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 Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Realwirtschaft 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 unterschiedlichen Wirkungen je nach Wirtschaftslage variieren, weshalb eine prä-

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

**Die Bestimmungen der Verträge spiegeln diese allgemeinen Grundprinzipien wider, ...**

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

Der institutionelle Rahmen basiert auf dem Grundsatz, dass das Ziel des Eurosystems, Preisstabilität zu gewährleisten, von herausragender Bedeutung ist. Da die Geldpolitik letztlich nur das Preisniveau in einer Volkswirtschaft beeinflussen kann, stellt die Preisstabilität den besten Beitrag dar, den eine Zentralbank in Bezug auf das wirtschaftliche Wohlergehen und die langfristigen Wachstumsaussichten leisten kann. Durch die dauerhafte Gewährleistung von Preisstabilität unterstützt die Zentralbank eine stabile Wirtschaftsentwicklung über längere Zeiträume, fördert die Kapitalbildung und trägt so indirekt zum Einkommenswachstum bei. Der Geldpolitik ein Ziel für das Realeinkommen oder die Beschäftigung zuzuweisen, wäre nicht optimal, da die Geldpolitik nicht über Möglichkeiten verfügt, auf die realwirtschaftli-

zise Schätzung des Einflusses schwierig ist. Insgesamt sehen sich Zentralbanken bei der Durchführung der Geldpolitik für gewöhnlich mit langen, variablen und nicht genau vorhersagbaren Wirkungsverzögerungen konfrontiert.

... und von  
exogenen  
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 zahlreichen unterschiedlichen Quellen herrühren. So können sich beispielsweise Änderungen der Preise für Rohöl und andere Rohstoffe oder der administrierten Preise kurzfristig direkt auf die Inflation auswirken. Darüber hinaus können sich auch die Entwicklung der Weltwirtschaft oder finanzpolitische Entwicklungen in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und somit den Preisen niederschlagen. Zudem werden die Preise für finanzielle Vermögenswerte und die Wechselkurse neben der Geldpolitik auch von einer Vielzahl anderer Faktoren beeinflusst. Die Geldpolitik muss daher die Transmissionskette überwachen, um zu verhindern, dass exogene, auf die Finanzstruktur einwirkende Schocks die Übertragung geldpolitischer Impulse beeinträchtigen. Des Weiteren sollte sie auch alle anderen für die künftige Inflation relevanten Entwicklungen berücksichtigen, um zu vermeiden, dass sich diese in einer Weise in den längerfristigen Inflationstrends und -erwartungen niederschlagen, die nicht mit Preisstabilität vereinbar ist. Der erforderliche geldpolitische Kurs hängt daher stets von Beschaffenheit, Ausmaß und Dauer der wirtschaftlichen Schocks ab. Die Zentralbank ist dauerhaft gefordert herauszuarbeiten, welche Faktoren die Preisentwicklung bestimmen, um angemessene geldpolitische Maßnahmen ergreifen zu können.

Bei der geldpolitischen Transmission können verschiedene Übertragungskanäle – also die einzelnen Verbindungen, über die geldpolitische Impulse (normalerweise) auf die Realwirtschaft übertragen werden – gleichzeitig involviert sein und die Preisentwicklung gesondert beeinflussen. Zentralbanken sehen sich mit einem komplexen Geflecht ökonomischer Wirkungszusammenhänge konfrontiert. Die wichtigsten geldpolitischen Übertragungswege lassen sich schematisch darstellen (siehe die linke Grafik von Abbildung 3.1).

Verschiedene  
Übertragungs-  
kanäle

Am Anfang der (langen) Wirkungskette, über die sich geldpolitische Entscheidungen auf das Preisniveau auswirken, steht eine Änderung der von der Zentralbank für ihre geldpolitischen Geschäfte festgesetzten Leitzinsen. 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 fragt Zentralbankgeld („Basisgeld“) nach, um den öffentlichen Bargeldbedarf zu decken, Interbanksalden auszugleichen und die Verpflichtungen 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 kontrollieren. Da die Zentralbank so die Refinanzierungskosten der Liquidität von Banken beeinflusst, müssen die Banken diese Kosten bei der Kreditvergabe an ihre Kunden weitergeben („Zinskanal“).

Eine Leitzins-  
änderung ...

Durch diesen Prozess kann die Zentralbank einen dominierenden Einfluss auf die Geldmarktbedingungen ausüben und so die Geldmarktsätze steuern. Änderungen der Geldmarktsätze wirken sich

... schlägt  
unmittelbar  
auf die  
Marktzinssätze  
durch, ...

wiederum – wenngleich in unterschiedlichem Maße – auf andere Zinssätze aus, zum Beispiel auf die Zinssätze der Banken für kurzfristige Kredite und Einlagen.

... beeinflusst die Erwartungen, ...

Darüber hinaus beeinflussen Erwartungen hinsichtlich künftiger Änderungen der Leitzinsen die längerfristigen Marktzinssätze, da sich in diesen die Erwartungen zur zukünftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen widerspiegeln. Die Zinssätze für sehr lange Laufzeiten (z. B. 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 zur langfristigen Wachstums- und Inflationsentwicklung in einer Volkswirtschaft abhängig. Mit anderen Worten schlagen Änderungen der Leitzinsen in der Regel nicht auf diese längerfristigen Zinssätze durch, es sei denn, sie führen zu einer Veränderung der Markt-

erwartungen mit Blick auf die langfristige wirtschaftliche Entwicklung. Die Geldpolitik kann auch die Inflationserwartungen der Wirtschaftsakteure lenken und somit die Preisentwicklung beeinflussen (siehe Abbildung 3.1).

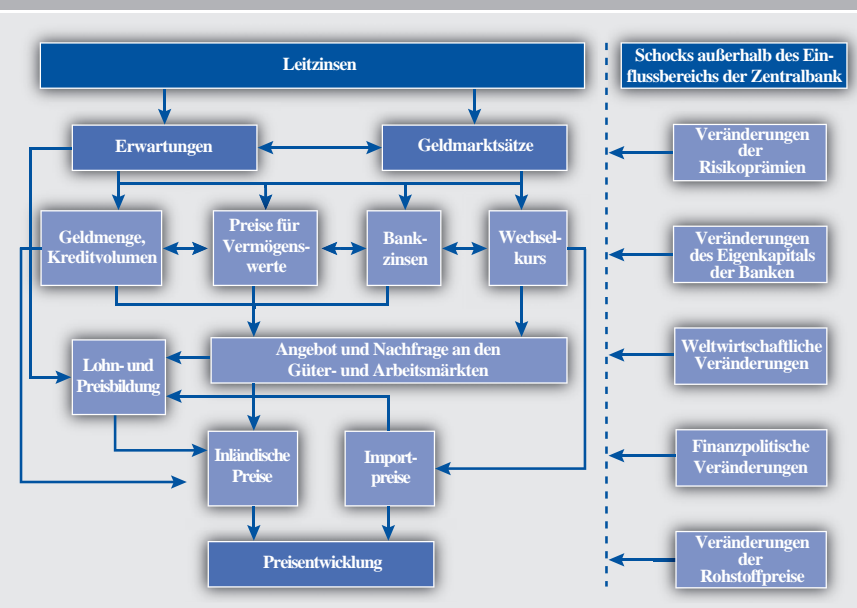
Zinsänderungen wirken sich auf die Spar-, Konsum- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte und der Unternehmen aus. Unter ansonsten gleichen Bedingungen machen beispielsweise höhere Zinssätze die Kreditaufnahme zur Finanzierung von Konsum oder Investitionen für private Haushalte oder Unternehmen 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.

... wirkt sich auf Spar- und Investitionsentscheidungen aus, ...

Infolge der Veränderungen beim Konsum und bei den Investitionen ändert sich das Verhältnis der inländischen Nachfrage nach Waren und Dienstleis-

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

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





tungen zum inländischen Angebot. Wenn die Nachfrage das Angebot bei ansonsten gleich bleibenden Bedingungen übersteigt, dürfte es im Ergebnis zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise kommen. Darüber hinaus können sich Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in einer Verschärfung oder Entspannung der Lage am Arbeits- und Vorleistungsgütermarkt niederschlagen, was wiederum die Preis- und Lohnbildung am jeweiligen Markt beeinflussen kann.

(„Bankkreditkanal“ des Kreditkanals). Diese Kreditnehmer bzw. privaten Haushalte oder Unternehmen sind infolgedessen gezwungen, ihre Konsumausgaben oder Investitionspläne aufzuschieben. Zinsänderungen wirken sich auch auf die Unternehmensbilanzen aus. Steigen die Zinsen, so sinkt das Reinvermögen der Unternehmen. Hieraus ergibt sich ein niedrigerer Sicherheitswert und somit eine geringere Möglichkeit zur Kreditaufnahme („Bilanzkanal“ des Kreditkanals).

... beeinflusst die Preise für Vermögenswerte ...

Aufgrund ihres Einflusses auf die Finanzierungsbedingungen und die in einer Volkswirtschaft gebildeten Erwartungen können geldpolitische Entscheidungen auf andere finanzielle Größen wie die Preise für Vermögenswerte (z. B. die Aktienkurse) oder Wechselkurse einwirken. Veränderungen der Wechselkurse können unmittelbare Auswirkungen auf die Inflation haben, da im Warenkorb auch Importwaren enthalten sind, aber sie können auch über andere Kanäle zum Tragen kommen (siehe Abbildung 3.1). Veränderungen anderer Vermögenspreise wirken sich üblicherweise indirekt auf die Teuerung aus, soweit Vermögenseffekte die Konsumententscheidungen des privaten Sektors beeinflussen. Sie können auch Konsequenzen für die Finanzstabilität haben, wenn ausgedehnte Vermögenspreisblasen plötzlich platzen. Boom-Bust-Zyklen bei den Vermögenspreisen gehen häufig mit Phasen einer länger andauernden lockeren Geldpolitik einher.

... sowie das Kreditangebot ...

Zudem können sich Änderungen der Leitzinsen auch auf das Kreditangebot auswirken (Kreditkanal). Infolge einer Zinserhöhung kann sich das Risiko, dass einige Kreditnehmer ihre Kredite nicht ordnungsgemäß zurückzahlen können, so stark erhöhen, dass ihnen keine Bankkredite gewährt werden

Neben dem traditionellen Bankkreditkanal, der sich auf den Umfang des Kreditangebots konzentriert, existiert möglicherweise ein „Risikübernahmekanal“, wenn der Anreiz der Banken zur Übernahme von Risiken bei der Kreditvergabe beeinflusst wird. Der Risikübernahmekanal funktioniert nach allgemeiner Auffassung im Wesentlichen über zwei Mechanismen. Zum einen steigern niedrige Zinssätze den Wert von Vermögensgegenständen und Sicherheiten. In Verbindung mit der Überzeugung, dass der Anstieg der Vermögenswerte von Dauer ist, hat dies zur Folge, dass sowohl Kreditnehmer als auch Banken höhere Risiken in Kauf nehmen. Zum anderen steigern niedrige Zinsen die Attraktivität risikoreicherer Aktiva, da die Wirtschaftsakteure nach höheren Renditen streben. Bei den Banken führen diese beiden Effekte in der Regel zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien, was einen übermäßigen Anstieg der Kreditvergabe zur Folge haben kann.

... und kann sich auf das allgemeine Risikoverhalten in der Volkswirtschaft auswirken

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

Wechselkurskanal

sinken in der Regel die Preise für Importgüter, was unmittelbar zu einer Verringerung der Teuerungsrate beiträgt, wenn es sich bei diesen Gütern um Konsumgüter 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 ein Wechselkursanstieg den Inflationsdruck somit tendenziell mindern. Die Stärke solcher wechselkursbedingter Effekte hängt vom Offenheitsgrad einer Wirtschaft gegenüber dem internationalen Handel ab. Wechselkurseffekte sind für große Volkswirtschaften im Allgemeinen weniger bedeutsam als für kleine, offene Volkswirtschaften. Zudem unterliegen die Preise für finanzielle Vermögenswerte wie der Wechselkurs neben dem Einfluss der Geldpolitik auch einer Vielzahl anderer Faktoren.

#### Erwartungskanal

Der Erwartungskanal besteht vor allem in der Einflussnahme auf die längerfristigen Erwartungen des privaten Sektors. In den vergangenen Jahrzehnten ist dieser Kanal für die Durchführung der Geldpolitik besonders wichtig geworden. Wie wirksam er ist, hängt entscheidend von der Glaubwürdigkeit der Zentralbankkommunikation ab, die

in erster Linie auf einem stabilen geldpolitischen Handlungsrahmen basiert. Genießt eine Zentralbank beispielsweise 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. Die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank, Preisstabilität dauerhaft zu gewährleisten, spielt dabei eine entscheidende Rolle. 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 verankert bleiben. 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.

#### Empirische Kenntnisse über den Transmissionsprozess

Für die Geldpolitik ist das Verständnis des Transmissionsmechanismus unerlässlich. Es überrascht daher nicht, dass zahlreiche Wissenschaftler und Experten versucht haben, das diesem Mechanismus zugrunde liegende komplexe Zusammenspiel zu analysieren. Im Laufe der Zeit sind immer mehr Informationen und Forschungsergebnisse verfügbar geworden, sodass sich inzwischen ein besseres Verständnis des geldpolitischen Transmissionsprozesses im Euro-Währungsgebiet herausgebildet hat. Zu den wichtigsten Erkenntnissen des Monetary Transmission Network zählt,

Forschung erleichtert Verständnis des geldpolitischen Transmissionsmechanismus

dass die Volkswirtschaft primär über den Zinskanal von der Geldpolitik beeinflusst wird. 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. Der Lernprozess ist daher noch nicht abgeschlossen, und die EZB wird mögliche Verhaltens- und Strukturveränderungen weiterhin genau beobachten.

punkt schätzungsweise ein bis zwei Jahre nach der entsprechenden Zinserhöhung erreicht. Preisrückgänge vollziehen sich tendenziell langsamer, und die Preise reagieren zögerlicher auf geldpolitische Veränderungen als die Produktion. Darüber hinaus zeigen die jüngsten Forschungsergebnisse, dass sich der geldpolitische Transmissionsmechanismus und insbesondere die Reaktion von Produktion und Teuerung auf Zinsschocks seit der Einführung der Einheitswährung nicht sonderlich verändert haben. Drittens können sich – abgesehen von diesen gesamtwirtschaftlichen Effekten – Zinsänderungen auch über die Cashflows der Unternehmen und das Kreditangebot der Banken auf die Konjunktur auswirken und so die Bedeutung des Kreditkanals der Geldpolitik unterstreichen.

### 3.3 DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB: ALLGEMEINE GRUNDSÄTZE UND WESENTLICHE ELEMENTE

Im Wissen um den Transmissionsprozess zielt der EZB-Rat darauf ab, die Bedingungen am Geldmarkt zu beeinflussen. Über das Niveau der kurzfristigen Zinssätze lässt sich sicherstellen, dass die Preisstabilität mittelfristig gewährleistet ist. Dabei ist die Zentralbank fortwährend mit einem hohen Grad an Unsicherheit konfrontiert. Dies gilt sowohl hinsichtlich der Art der wirtschaftlichen Schocks als auch in Bezug auf das Bestehen und die Stärke der wechselseitigen Beziehungen von makroökonomischen Variablen. Vor diesem Hintergrund lassen sich einige wichtige Merkmale einer erfolgreichen Geldpolitik bestimmen.

Erstens spielt die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts für den Zinskanal eine entscheidende Rolle. Sein ordnungsgemäßes Funktionieren ist für die Trans-

**Unsicherheit in Bezug auf den Transmissionsprozess**

Als die EZB die Verantwortung für einen völlig neuen Währungsraum übernahm, wurde sie mit einem außergewöhnlich hohen – und in diesem Umfang den meisten anderen Zentralbanken unbekanntem – Grad an Unsicherheit hinsichtlich des Transmissionsprozesses und der zugrunde liegenden Daten konfrontiert. Zudem haben institutionelle und verhaltensmäßige Veränderungen nach der Einführung der Einheitswährung Anfang 1999 die Beziehungen zwischen verschiedenen ökonomischen Variablen möglicherweise verändert.

**Herkömmliche Reaktion auf Zinsänderungen**

Im Rückblick hat sich herausgestellt, dass eine Reihe weitgehend anerkannter und etablierter Fakten, die auf den Erfahrungen anderer Volkswirtschaften basieren, auch für den Euroraum gilt. Erstens gibt es beträchtliche, nicht genau bestimmbare Zeitverzögerungen hinsichtlich der Übertragung geldpolitischer Impulse auf das binnenwirtschaftliche Preisniveau. Zweitens beeinflusst die Geldpolitik unter normalen Umständen die Wirtschaft in erster Linie über den Zinskanal. Eine Straffung der geldpolitischen Zügel führt zu einem vorübergehenden Produktionsrückgang, der seinen Höhe-

**Aufgabe der Geldpolitik**

**Gewährleistung eines funktionierenden Transmissionsmechanismus**

mission der Leitzinsen der EZB von zentraler Bedeutung. Die reibungslose Transmission der geldpolitischen Absichten des EZB-Rats auf die Geldmarktsätze hängt entscheidend vom Verhalten der Banken und von ihrer Bereitschaft zum reibungslosen Austausch von Liquidität am Interbankenmarkt ab. Störungen des Geldmarkts können die Fähigkeit der Geldpolitik schmälern, allein durch Zinsänderungen Einfluss auf die Aussichten für die Preisstabilität zu nehmen. Die jüngsten Ereignisse haben gezeigt, dass die ordnungsgemäße Transmission der Geldpolitik durch das Auftreten massiver Finanzmarkturbulenzen beeinträchtigt werden kann. Um den Transmissionsmechanismus voll funktionsfähig zu halten und die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten, muss eine Zentralbank unter Umständen geldpolitische Sondermaßnahmen einführen; hierzu zählen beispielsweise Liquiditätsinterventionen, mit denen die Transmission der Zinspolitik unterstützt und die Kreditvergabe an die Wirtschaft gefördert werden sollen.

**Ausrichtung:**  
zukunfts-  
orientiert,  
präventiv ...

Zweitens schlagen geldpolitische Maßnahmen aufgrund von Wirkungsverzögerungen und stochastischen Unsicherheiten im Transmissionsprozess erst Quartale oder Jahre später auf das Preisniveau durch. Das bedeutet, dass die Zentralbanken zum jeweils aktuellen Zeitpunkt den geldpolitischen Kurs bestimmen müssen, der in der Zukunft, nachdem der Transmissionsprozess durchlaufen ist, Preisstabilität gewährleistet. In diesem Sinne muss Geldpolitik vorausschauend und präventiv sein.

... und  
mittelfristig ...

Drittens ist eine gewisse kurzfristige Volatilität der Teuerungsraten unvermeidbar, da es der Geldpolitik aufgrund der Wirkungsverzögerungen des Transmissionsprozesses nicht möglich

ist, unerwartete Preisschocks (z. B. solche, die durch Änderungen der internationalen Rohstoffpreise ausgelöst werden) kurzfristig auszugleichen. 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.

Viertens 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. Fest verankerte Inflationserwartungen fungieren bei einer erhöhten gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit als automatische Stabilisatoren und verstärken die Wirksamkeit der Geldpolitik, wenn der Transmissionsmechanismus gestört ist.

... bei fester  
Verankerung  
der Inflations-  
erwartungen ...

Schließlich sieht sich die EZB wie jede andere Zentralbank mit einer erheblichen Unsicherheit unter anderem hinsichtlich der Zuverlässigkeit von Wirtschaftsindikatoren, der wirtschaftlichen Struktur im Euroraum und des geldpolitischen Transmissionsmechanismus konfrontiert. Eine erfolgreiche Geldpolitik muss daher breit fundiert sein und alle maßgeblichen Informationen berücksichtigen, um die Determinanten der Wirtschaftsentwicklung zu erken-

... und breiter  
Fundierung

nen, und kann sich nicht auf nur ein einziges ökonomisches Modell stützen.

#### Umfassender Handlungsrahmen für geldpolitische Beschlüsse

Die EZB hat eine geldpolitische Strategie beschlossen und bekannt gegeben, damit ihre geldpolitischen Beschlüsse auf einem einheitlichen und systematischen Ansatz beruhen. Diese geldpolitische Strategie folgt den oben genannten Grundprinzipien, um den Herausforderungen gerecht zu werden, denen sich die Zentralbank stellen muss. Die Strategie soll einen umfassenden Handlungsrahmen bieten, innerhalb dessen das angemessene Niveau der Kurzfristzinsen bestimmt und der Öffentlichkeit erläutert werden kann.

#### Kernelemente der geldpolitischen Strategie der EZB

Die geldpolitische Strategie der EZB umfasst zwei wesentliche Elemente. Das erste Element ist eine quantitative Definition von Preisstabilität. Den zweiten Bestandteil bildet ein Zwei-Säulen-Ansatz für die Analyse der Risiken für die Preisstabilität. Dieser gibt einen Rahmen vor, der sicherstellt, dass der EZB-Rat alle relevanten Informationen und Analysen prüft, die er für vorausschauende und präventive geldpolitische Beschlüsse benötigt. Zudem liefert die geldpolitische Strategie der EZB 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

Der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union legt eindeutig fest, dass die Gewährleistung von Preisstabilität das vorrangige Ziel des Eurosystems 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 von „unter, aber nahe 2 %“ 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 vorrangigen Ziels der EZB zum besseren Verständnis des geldpolitischen Handlungsrahmens bei und macht die Geldpolitik transparenter. Zum anderen liefert die Definition von Preisstabilität einen klaren objektiv nachprüfbaren Maßstab, an dem die Öffentlichkeit die EZB messen kann. Von der definierten Preisstabilität abweichende Preisentwicklungen können erkannt werden, und die EZB muss solche Abweichungen gegebenenfalls erklären und darlegen, wie sie die Preisstabilität innerhalb eines realistischen Zeitraums wiederherstellen wird. Schließlich dient die Definition der Öffentlichkeit auch als Orientierungshilfe bei der Bildung von Erwartungen hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung.

Durch die Definition werden sowohl die Inflationserwartungen verankert als auch die Transparenz der Geldpolitik der EZB gesteigert

Die Geldpolitik der EZB konzentriert sich auf das gesamte Euro-Währungsgebiet. Dementsprechend wird die Preisstabilität auf Basis der Preisentwicklung im Euroraum als Ganzem beurteilt, was daraufhinweist, dass die Entscheidungen über die einheitliche Geldpolitik darauf abzielen, Preisstabilität für den Wirtschaftsraum insgesamt zu gewährleis-

Ausrichtung auf das gesamte Euro-Währungsgebiet

ten. Diese Ausrichtung auf das Eurogebiet als Ganzes 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

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 Euroraums harmonisiert worden. Der HVPI ist der Index, der die im Zeitverlauf zu beobachtenden Veränderungen des

### Kasten 3.1 Aufbau und Merkmale des Harmonisierten Verbraucherpreisindex

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 wichtiger Nutzer ist das Eurosystem eng in diese Arbeiten eingebunden.

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 Basis der für 2010 geltenden Gewichtung der Konsumausgaben sind Waren für 58,0 % des HVPI verantwortlich und Dienstleistungen für 42,0 % (siehe Tabelle 3.1). 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 für 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.

**Tabelle 3.1 Für das Jahr 2010 geltende Gewichte der Hauptkomponenten des HVPI im Euro-Währungsgebiet**

<b>Gesamtindex</b>	<b>100,0</b>
Warenpreise	58,0
Unverarbeitete Nahrungsmittel	7,3
Verarbeitete Nahrungsmittel	11,9
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	29,3
Energie	9,6
Dienstleistungen	42,0
Dienstleistungen im Zusammenhang mit Wohnungen	10,2
Verkehr	6,6
Nachrichtenübermittlung	3,3
Freizeitdienstleistungen und persönliche Dienstleistungen	14,9
Sonstige Dienstleistungen	7,1

Quelle: Eurostat.

Die in den verschiedenen Ländern für den HVPI eingeführten Harmonisierungsmaßnahmen beruhen auf mehreren Verordnungen und Richtlinien der EU, die mit den Mitgliedstaaten vereinbart wurden. Dabei handelt es sich unter anderem um den Erfassungsbereich der Konsumausgaben, erste Vorgaben für die Verfahren der Qualitätsbereinigung, die Behandlung neuer Waren und Dienstleistungen und die Überprüfung der Gewichte. „Erste Vorgaben“ bezieht sich auf die Tatsache, dass eine weiter gehende Harmonisierung in einer Reihe von 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.

Preises eines repräsentativen Korbes von Konsumgütern und Dienstleistungen am besten abbildet (siehe Kasten 3.1). Die Preisstabilität wird anhand der Gesamtinflationsrate gemessen, die der Entwicklung des repräsentativen Korbes entspricht. Die Verwendung eines harmonisierten Index für die Gesamtinflationsrate macht die Verpflichtung der EZB zu einem umfassenden, effektiven Schutz vor Kaufkraftverlusten transparent. Aus den Indizes der sogenannten „Kern-“Inflationsrate lassen sich zusätzliche Informationen zu den Ursachen der zugrunde liegenden Preisentwicklung gewinnen. Diese klammern bestimmte volatile Korbkomponenten wie Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel aus. Die EZB behält derartige Indikatoren im Auge, betrachtet die Kerninflation jedoch nicht als geeigneten Maßstab zur Messung der Preisstabilität im Euroraum.

**Definition**  
schließt  
Deflation aus, ...

Durch die Formulierung „Anstieg des HVPI von unter 2 %“ macht die Definition deutlich, dass nicht nur eine Inflation von über 2 %, sondern auch eine Deflation (d. h. ein sich selbst verstärkender Rückgang des allgemeinen Preisniveaus) mit Preisstabilität unvereinbar ist. In seinem Streben nach Preisstabilität ist es das erklärte Ziel des EZB-Rats, die

Teuerungsrate bei unter, aber nahe 2 % zu halten. Damit signalisiert er seine Verpflichtung, zur Vermeidung von Deflationsrisiken für eine ausreichende Sicherheitsmarge zu sorgen. Deflation und Inflation verursachen zwar ähnliche wirtschaftliche Kosten (siehe Abschnitt 3.1), doch muss eine Deflation aus dem Grund vermieden werden, dass sie sich wegen der Grenzen, die der Geldpolitik bei einem Nominalzinsniveau von nahe null gesetzt sind, verfestigen kann. In einem deflatorischen Umfeld, in welchem die Inflationserwartungen unter Umständen ihre Verankerung verlieren und in Erwartungen eines sich selbst verstärkenden Rückgangs des allgemeinen Preisniveaus umschlagen, kann die Geldpolitik die Wirtschaft mithilfe ihres Zinsinstruments möglicherweise nicht mehr ausreichend unterstützen. Jeder Versuch, die nominalen Zinssätze auf ein Niveau unter null zu senken, liefe leer, da die Öffentlichkeit der Bargeldhaltung den Vorzug gäbe, anstatt zu einem negativen Satz Geld zu verleihen oder Einlagen zu halten. Zwar sind selbst bei nominalen Zinssätzen von null verschiedene stimulierende geldpolitische Maßnahmen denkbar, doch können diese alternativen, unkonventionellen Maßnahmen die Volks-

wirtschaft teuer zu stehen kommen. Aus diesem Grund ist die Bekämpfung einer Deflation für die Geldpolitik schwieriger als die Inflationsbekämpfung.

Durch die Festlegung der Obergrenze für die Inflation auf einen Wert deutlich über null und eine angestrebte Teuerungsrate von unter, aber nahe 2 % trägt

die EZB auch der Tatsache Rechnung, dass die am HVPI gemessene Inflation die tatsächliche Preissteigerung aufgrund eines geringen positiven Messfehlers, den diese Messmethode mit sich bringt, leicht überzeichnen kann. Für das Auftreten von Messfehlern bei Verbraucherpreisindizes gibt es verschiedene Gründe. Sie können entste-

... berücksichtigt  
einen möglichen  
Messfehler ...

### Kasten 3.2 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 unbestimmt sind. Daher ist es für Zentralbanken nicht möglich, die Inflationsrate stets auf einem bestimmten Zielwert zu halten oder 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.

Die EZB legt ihrem Konzept der Mittelfristigkeit keine fest definierte Zeitspanne zugrunde, sondern behält absichtlich eine gewisse Flexibilität in Bezug auf den genauen zeitlichen Rahmen bei. Dies geschieht aus mehreren Gründen. So ist es nicht ratsam, im Voraus einen präzisen Zeithorizont für die Durchführung der Geldpolitik festzulegen, da sich der Transmissionsmechanismus über einen variablen, unbestimmten Zeitraum erstreckt. Ferner stellt der Auftrag der EZB auf die Preisstabilität und nicht etwa auf ein bestimmtes Inflationsziel ab. Hierdurch kann die Geldpolitik rein mechanistische Reaktionen auf kürzerfristige Entwicklungen vermeiden, mit welchen innerhalb einer starren kurzen geldpolitischen Frist die Rückkehr zu dem Zielwert für die Inflationsrate ermöglicht werden soll. 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, aufgrund deren 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 gesamtwirtschaftlicher Schocks (z. B. sogenannte „cost push“-Schocks wie Ölpreiserhöhungen), die zu einer gegenläufigen Entwicklung von Produktion und Preisen führen. Beispielsweise muss die Geldpolitik die aus den Erstrundeneffekten von Ölpreisschocks herrührenden inflationären Folgen hinnehmen, da sie so gut wie nichts unternehmen kann, um diesen entgegenzuwirken. Eine übermäßig aggressive geldpolitische Reaktion zur Wiederherstellung von Preisstabilität innerhalb sehr kurzer Zeit brächte unter diesen Umständen das Risiko erheblicher Kosten aufgrund von Produktions- und Beschäftigungsschwankungen mit sich, was längerfristig auch die Preisentwicklung beeinträchtigen könnte. Nach gängiger Auffassung können in diesen Fällen durch eine graduelle 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, zu reagieren.



Fazit: Zur Erfüllung ihres Auftrags, Preisstabilität zu gewährleisten, richtet die EZB ihre Geldpolitik auf die mittlere Frist aus. Ihre Entscheidung, den geldpolitisch relevanten Zeitraum nicht präzise abzugrenzen, hat sich sowohl unter normalen Umständen als auch in Krisenzeiten als angemessen erwiesen. Die mittelfristige Ausrichtung bedeutet, dass die geldpolitisch maßgebliche Frist – d. h. der Zeithorizont, innerhalb dessen die EZB die Verbraucherpreisentwicklung nachhaltig mit ihrem Ziel der Preisstabilität in Einklang zu bringen sucht – unterschiedlich lang sein kann. Damit wird der Tatsache Rechnung getragen, dass die Transmissionsverzögerungen nicht nur lang, sondern auch variabel und äußerst unbestimmt sind. Darüber hinaus können die inflationären oder deflationären Auswirkungen des Aufbaus finanzieller Ungleichgewichte über den Standardzeitraum von zwei bis drei Jahren, der den Inflationsprognosen üblicherweise zugrunde liegt, hinausgehen. Dies unterstreicht die Bedeutung der monetären Analyse (siehe Abschnitt 3.5), welche der Geldpolitik das erforderliche Instrumentarium für eine mittel- bis langfristige Ausrichtung an die Hand gibt.

hen, wenn die Preise nicht angemessen um Qualitätsänderungen der Warenkomponenten bereinigt werden oder wenn einige relevante Transaktionen in der zur Erstellung des Index verwendeten Stichprobe systematisch nicht erfasst werden. In der Vergangenheit hat eine Reihe volkswirtschaftlicher Studien gezeigt, dass bei nationalen Verbraucherpreisindizes ein geringer positiver Messfehler auftritt, sodass (z. B. aufgrund einer Qualitätsverbesserung der Waren) eine gemessene Inflationsrate von null auf einen leichten Rückgang des tatsächlichen Preisniveaus hinweisen könnte. Für das Eurogebiet wurden verschiedene Vorkehrungen getroffen, damit die Preisstatistiken zeitnah aktualisiert werden. Da Eurostat (das für diesen Bereich auf EU-Ebene innerhalb der Europäischen Kommission zuständige Statistikamt) die Eigenschaften des HVPI kontinuierlich verbessert, dürften etwaige Messfehler gering ausfallen.

turelle „Aufholprozess“, den einige Volkswirtschaften des Eurogebiets derzeit durchlaufen, könnte für sie – auch über einen längeren Zeitraum hinweg – überdurchschnittlich hohe Inflationsraten bedeuten. Für wirtschaftlich sehr weit fortgeschrittene Länder könnte dies dazu führen, dass ihre Inflationsraten strukturell extrem niedrig oder negativ ausfallen. Grundsätzlich sind Inflationsunterschiede zwischen Regionen ein normales Merkmal jeder Währungsunion. Sie sind integraler Bestandteil des Anpassungsmechanismus, der sich aus der unterschiedlichen Konjunkturentwicklung in den einzelnen regionalen Volkswirtschaften ergibt. Die Geldpolitik kann nur das Preisniveau im Euro-Währungsgebiet insgesamt, nicht aber die Inflationsdifferenzen zwischen Regionen oder Städten beeinflussen. Inflationsunterschiede können sich aus 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. Innerhalb eines Währungsraums kann sich zum Beispiel das anfängliche

... und die Auswirkungen von Inflationsunterschieden im Eurogebiet

Innerhalb einer Währungsunion berücksichtigt die konkrete Zielsetzung für die Geldpolitik auch die vorherrschenden Inflationsdifferenzen zwischen den einzelnen Regionen der Union, die sich in verschiedenen Phasen wirtschaftlicher Entwicklung befinden. Der struk-

Einkommensniveau unterscheiden und ein fortlaufender Aufholprozess hinsichtlich des Lebensstandards zu beobachten sein.

#### Unvermeidbare Inflations- differenzen im Eurogebiet

Die Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets halten sich in Grenzen und sind mit jenen in anderen großen Währungsräumen – etwa den Vereinigten Staaten – vergleichbar (siehe Abschnitt 2.8). Sie können ihre Ursache in der unterschiedlichen demografischen Entwicklung, langfristigen Aufholprozessen oder andauernden Anpassungen in Richtung einer effizienteren Ressourcenallokation haben. Fortdauernde Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern können teilweise auch auf strukturelle Ineffizienzen oder unzureichend abgestimmte einzelstaatliche Politikmaßnahmen zurückzuführen sein. Langfristig überdurchschnittliche Teuerungsraten können die Wettbewerbsfähigkeit der betreffenden Länder beeinträchtigen. In einer Währungsunion müssen derartige Inflationsdifferenzen durch Maßnahmen beseitigt werden, die auf nationaler Ebene zu ergreifen sind. Angesichts solcher unvermeidbarer Inflationsunterschiede wurde 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 nach unten zu tragen haben oder in eine Phase anhaltender Deflation eintreten müssen. Allen verfügbaren Studien zufolge sorgt eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2 % für den Euroraum auch in dieser Hinsicht für eine ausreichende Sicherheitsmarge.

#### Mittelfristige Ausrichtung

Ein grundlegender Aspekt der Geldpolitik der EZB besteht auch im Streben nach Preisstabilität „auf mittlere

Sicht“. Wie bereits dargelegt, spiegelt sich darin die allgemein geteilte Auffassung, 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 unterschiedlicher zeitlicher Verzögerung auf die Preisebene übertragen, wobei das Ausmaß der tatsächlichen Wirkung nicht genau vorhersagbar ist und von den Umständen abhängt (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 Inflation ist daher unvermeidlich. Wie in Kasten 3.2 erläutert wird, stellt die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik auch sicher, dass die Zentralbank mit ihrer Reaktion auf inflationswirksame Schocks keine unnötigen Produktionsschwankungen auslöst.

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

#### Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB

Um seinem Ziel, die Preisstabilität zu gewährleisten, bestmöglich gerecht zu werden, beurteilt der EZB-Rat regelmäßig die diesbezüglichen Risiken. Sein Ansatz zur Aufbereitung, Bewertung und Gegenprüfung der Informationen, die für die Einschätzung der Preisstabilitätsrisiken von Bedeutung sind, stützt sich auf zwei analytische Perspektiven – die sogenannten zwei Säulen –, nämlich die wirtschaftliche und die monetäre Analyse. Auf dieser Grundlage fasst der EZB-Rat seine geldpolitischen Beschlüsse. Dieser Ansatz wurde vom EZB-Rat im Mai 2003 bestätigt und weiter spezifiziert.

Zwei-Säulen-  
Konzept als  
Instrument zur  
Aufbereitung  
volkswirtschaft-  
licher Daten ...

Die umfassende Analyse der für die Preisstabilität bestehenden Risiken beruht auf zwei einander ergänzenden Ansätzen zur Bestimmung der Preisentwicklung. Eine Perspektive – die wirtschaftliche Analyse – bezieht sich auf die Beurteilung der kurz- bis mittelfristigen Bestimmungsfaktoren der Preisentwicklung, wobei der Schwerpunkt auf der realwirtschaftlichen Entwicklung und den die Preise im Betrachtungszeitraum beeinflussenden Kostenfaktoren liegt. 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 zweite, als monetäre Analyse bezeichnete Perspektive konzentriert sich auf einen mittel- bis längerfristigen Zeithorizont und macht sich hierbei den langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen zunutze. Die monetäre Analyse dient insbesondere der auf die mittlere bis lange Sicht abstellenden Gegenprüfung der kurz- bis mittelfristigen Hinweise, die sich aus der wirtschaftlichen Analyse für die Geldpolitik ableiten lassen.

Der Zwei-Säulen-Ansatz soll sicherstellen, dass bei der Bewertung der

### Kasten 3.3 Alternative geldpolitische Strategien

Von anderen Zentralbanken wurden bzw. werden eine Reihe andersartiger geldpolitischer Strategien verfolgt. Einige davon wurden vom Europäischen Währungsinstitut 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 Leitzinsen verändert, um das Geldmengenwachstum auf eine bestimmte zuvor bekannte 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. Ist dies der Fall, so kann ein stabilitätsgerechter Pfad für die Geldmenge abgeleitet werden. Zweitens muss die Geldmenge durch die Geldpolitik steuerbar sein. Insgesamt gesehen stellen diese beiden Bedingungen sicher, dass die Zentralbank Veränderungen der Leitzinsen dazu nutzen kann, die Geldmenge entlang des vorgesehenen Pfades zu steuern und somit – aufgrund der Stabilität des Geldmengen-Preis-Zusammenhangs – indirekt Preisstabilität zu gewährleisten.

Auch wenn die Erfahrungen der Zentralbanken mit diesem Ansatz die Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie der EZB beeinflussten, entschied sich der EZB-Rat gegen eine reine Geldmengensteuerung. Damit trug er der Tatsache Rechnung, dass neben der Geldmenge noch andere gesamtwirtschaftliche Variablen Informationen enthalten, die für auf Preisstabilität abzielende 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 Sonderfaktoren 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**. Anstatt geldpolitische Entscheidungen an der Geldmenge auszurichten, konzentriert sich dieser Ansatz auf die Inflationsentwicklung an sich in Relation zu einem veröffentlichten Inflationsziel. In der Praxis gibt es mehrere Arten von Inflationssteuerung. Ihnen gemeinsam sind ein veröffentlichtes numerisches Inflationsziel und ein im Voraus festgelegter Politikhorizont. Zentralbanken, die diesen Ansatz verfolgen, treffen geldpolitische Entscheidungen als mehr oder weniger mechanistische Reaktion auf Abweichungen des Vorhersagewerts eines bestimmten Indikators der Preisentwicklung von einem Inflationsziel, welches für einen bestimmten Zeithorizont festgelegt wurde. 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, doch hat sich die EZB aus mehreren 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. Sie 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 Prognosehorizont (z. B. zwei Jahre), der sich auf die geldpolitischen Entscheidungen auswirkt, etwas willkürlich und in vielen Konstellationen offensichtlich nicht optimal. Faktoren, die die Inflation über den gewählten Prognosehorizont hinaus beeinflussen können, wie etwa Ungleichgewichte bei den Vermögenspreisen, sind gegebenenfalls bei aktuellen geldpolitischen Entscheidungen zu berücksichtigen. In der jüngsten Finanzkrise war dies besonders deutlich zu erkennen und veranlasste einige Zentralbanken, die ein Inflationsziel verfolgen, ihren geldpolitisch relevanten Prognosehorizont etwas flexibler zu gestalten. Drittens sind die in Geldmengenaggregaten enthaltenen Informationen nur schwer in die Inflationsprognosen zu integrieren, die auf herkömmlichen gesamtwirtschaftlichen Modellen basieren. Schließlich hält es die EZB für unangemessen, sich angesichts der mit der wirtschaftlichen Struktur des Euro-Währungsgebiets verbundenen erheblichen Unsicherheiten ausschließlich auf einen einzigen Prognosewert zu stützen. Vielmehr zieht sie es vor, bei der Analyse der Wirtschaftsdaten einen diversifizierten Ansatz zu verwenden, der auf verschiedene Analysemethoden zurückgreift.

Die dritte Strategie ist die **Wechselkurssteuerung**. Diese 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 es sich dabei um eine große und relativ geschlossene Volkswirtschaft handelt, in der sich die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung auf das Preisniveau eher in Grenzen halten.

Preisrisiken keine wichtigen Informationen verloren gehen und 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 3.3).

### **Wirtschaftliche Analyse**

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

Die wirtschaftliche Analyse konzentriert sich vor allem auf die Beurteilung der aktuellen konjunkturellen und finanziellen Entwicklung sowie der sich daraus ergebenden kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität. Zu den ökonomischen und finanziellen Variablen, die dieser Analyse zugrunde liegen, zählen beispielsweise 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 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. Darüber hinaus kommt auch den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen eine wichtige Rolle bei der wirtschaftlichen Analyse zu.

Die wirtschaftliche Analyse trägt der Notwendigkeit Rechnung, die Art der gesamtwirtschaftlichen Schocks und ihren Einfluss auf Kostenentwicklung und Preisgestaltung sowie die kurz- bis mittelfristigen Aussichten für die Ausbreitung solcher Schocks in der Volkswirtschaft zu erkennen. Um angemessene Entscheidungen treffen zu können, muss der EZB-Rat über ein umfassendes Verständnis der aktuellen Wirtschaftslage verfügen sowie Wesen und Ausmaß aller 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 aus nicht mit dem Produktivitätszuwachs zu vereinbarenden Lohnerhöhungen resultieren. Im ersteren 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 Bedrohung darstellen. Bei übermäßigen Lohnerhöhungen besteht jedoch die 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 Inflationserwartungen beiträgt, die angemessene Antwort sein.

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

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

Analyse realwirtschaftlicher Indikatoren

### Kasten 3.4 Statistiken über die Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Wie in Abschnitt 3.2 dargelegt, ist die Wirkungskette, durch die geldpolitische Entscheidungen und das Preisniveau miteinander verbunden sind, komplex und mit teilweise erheblichen zeitlichen Verzögerungen behaftet. Daher muss die Geldpolitik bei der Beurteilung der Aussichten für die Preisstabilität ein breites Spektrum an Indikatoren beobachten. Qualitativ hochwertige Statistiken sind unerlässlich, um ein zuverlässiges Bild von der Wirtschaft zu erhalten. Politische Fehlentscheidungen aufgrund unvollständiger oder unzuverlässiger Statistiken können kostspielig im Sinne einer höheren Inflation oder stärkerer Schwankungen bei der Produktionsleistung sein. Einheitliche methodische Standards wurden bereits für viele Bereiche der Statistiken zum Euro-Währungsgebiet festgelegt. Die Statistiken für das Eurogebiet werden ständig weiterentwickelt und verbessert. Der vorliegende Kasten enthält einen Überblick über die wichtigsten Bestandteile dieser Statistiken.

#### **Zugang zu Statistiken für das Euro-Währungsgebiet**

Die Pressemitteilungen der EZB sowie der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im Monatsbericht (bzw. das Statistics Pocket Book) der EZB sind die wichtigsten offiziellen Quellen. Sie können von der Website der EZB heruntergeladen oder kostenlos in Druckform angefordert werden. Detailliertere statistische Angaben stehen auf der Website der EZB unter dem Abschnitt „Statistics“ im „Statistical Data Warehouse“ (<http://sdw.ecb.europa.eu>) zur Verfügung. Hier können die Nutzer Daten in verschiedenen Formaten herunterladen und Informationen zu den jeweiligen (rechtlichen) Abgrenzungen und Konzepten erhalten, die den Statistiken zugrunde liegen.

#### **Allgemeine Wirtschaftsstatistik**

Daten zu Preisen, Kosten, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt sind für die EZB bei der Durchführung ihrer Geldpolitik von wesentlicher Bedeutung. Sie definiert ihr vorrangiges Ziel der Preisstabilität anhand des HVPI für das Euro-Währungsgebiet. Die Entwicklung von Preisen und Kosten kann 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. Indikatoren der Produktion und Nachfrage (Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Konjunkturstatistiken zur Lage in der Industrie und im Dienstleistungssektor, Auftragseingang und qualitative Erhebungsdaten) sowie Arbeitsmarktdaten (zu Beschäftigung, Arbeitslosigkeit, offenen Stellen und Erwerbsbeteiligung) geben Aufschluss über die Position der Wirtschaft im Konjunkturzyklus.

#### **Monetäre Statistik, Statistik über Finanzinstitute und Finanzmarktstatistik**

Die EZB erstellt und veröffentlicht monatlich ein breites Spektrum an Statistiken zur monetären Lage sowie zu Finanzinstituten und Finanzmärkten. Die Geldmengenaggregate und ihre Gegenposten werden anhand der Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute (MFIs) berechnet (siehe Abschnitt 2.7). Diese Bilanzstatistik bildet auch die Grundlage für die Berechnung der von den MFIs bei den nationalen Zentralbanken (NZBen) des Eurogebiets zu haltenden Mindestreserven (siehe Abschnitt 4.3). Ferner stellt die EZB Statistiken zu Kreditinstituten und Geldmarktfonds (beide dem MFI-Sektor angehörig) sowie zu Investmentfonds zusammen. Außerdem bereitet sie harmonisierte Statistiken zu den Zinssätzen auf, die MFIs in ihrem Kredit- und Einlagengeschäft mit privaten Haushalten und Unternehmen im Euroraum erheben. Auch zu den Finanzmärkten erstellt sie detaillierte Statistiken (wie beispielsweise die Zinsstrukturkurve für den Euroraum, die täglich veröffentlicht wird).

#### **Zahlungsbilanzstatistik und andere außenwirtschaftliche Statistiken**

Die Zahlungsbilanzdaten für das Eurogebiet umfassen die wichtigsten Transaktionen zwischen Ansässigen im Euroraum und Gebietsfremden. Die Zahlungsbilanzstatistik

gibt neben den Außenhandelsstatistiken wichtige Hinweise darauf, inwieweit Entwicklungstendenzen und daraus resultierende Preisänderungen im Export- und Importgeschäft über ihre Wirkung auf die Nachfragebedingungen den Preisauftrieb beeinflussen können. Die EZB veröffentlicht effektive Wechselkurse des Euro und harmonisierte Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit für die Länder des Euro-Währungsgebiets. Diese Indizes sind für die Beurteilung der potenziellen Auswirkungen von Wechselkursbewegungen und Änderungen der Rohstoffpreise auf die Importpreise hilfreich. Daneben veröffentlicht die EZB weitere außenwirtschaftliche Statistiken. Hierzu gehören vierteljährliche und jährliche Statistiken zum Auslandsvermögensstatus des Eurogebiets, die ein Gesamtbild der Forderungen und Verbindlichkeiten des Euroraums gegenüber der übrigen Welt vermitteln.

### **Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet**

Die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und die Finanzierungsrechnung für den Euroraum liefern 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. Sie folgen dem integrierten Ansatz des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene (ESVG 95). Neben anderen Zwecken dienen diese Statistiken dazu, die Ursachen von Portfolioumschichtungen in finanziellen Vermögensbilanzen zu ermitteln und die Konsistenz der aus den monetären und finanziellen Statistiken hervorgehenden Hochfrequenzdaten einer Gegenprüfung zu unterziehen.

### **Statistiken zu den öffentlichen Finanzen**

Die EZB erhält jährlich Daten, die zur Beurteilung der Konvergenz (d. h. der Eignung eines EU-Mitgliedstaats für die Einführung des Euro) notwendig sind, sowie Statistiken im Zusammenhang mit dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt. Die jährlichen Angaben zu den Staatsfinanzen umfassen Daten zu Einnahmen und Ausgaben, zur Staatsverschuldung sowie zum Verhältnis zwischen dem öffentlichen Defizit und Veränderungen des öffentlichen Schuldenstands. Die vierteljährlichen Statistiken zu den öffentlichen Finanzen (welche Daten zu Einnahmen und Ausgaben beinhalten) stellen einen wichtigen Bestandteil des integrierten Systems der sektoralen Sach- und Geldvermögensrechnung für den Euroraum dar.

### **Umfragen**

Umfragen zu den Unternehmens- und Verbrauchertrends liefern zeitnahe Vorabinformationen, wie sie für quantitative Indikatoren benötigt werden. Derartige Umfragen werden von der Europäischen Kommission, gewerblichen Informationsdiensten und Statistikämtern durchgeführt. Außerdem stellt das Eurosystem eigene Erhebungen an, die die zeitnahe Beurteilung der Finanzierungsbedingungen im Eurogebiet erleichtern. Aus der vierteljährlichen Befragung von Banken zum Kreditgeschäft lassen sich Informationen zu den Angebots- und Nachfragebedingungen an den Kreditmärkten des Euroraums und zur Kreditvergabepolitik gebietsansässiger Banken gewinnen. Eine halbjährliche Umfrage unter kleinen und mittleren Unternehmen liefert Erkenntnisse zu Finanzbedarf, Finanzierungsstruktur und Verfügbarkeit von Finanzmitteln dieses Unternehmenskreises. Aus dem Survey of Professional Forecasters gehen Daten zu den unter Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen gehegten Erwartungen in Bezug auf Inflation, BIP-Wachstum und branchenspezifische Arbeitslosenquoten im Eurogebiet hervor. Eine neue Umfrage zu Finanzlage und Konsumausgaben der privaten Haushalte im Euroraum wird das Verständnis der wirtschaftlichen Entscheidungen dieses Sektors erleichtern.

sowie die Zahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet. Unter anderem lassen sich mithilfe dieser Indikatoren Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, des gesamtwirtschaftlichen Angebots und des Kapazitätsauslastungsgrades bewerten. Daneben führt die EZB auch mehrere Umfragen wie etwa den Survey of Professional Forecasters

(SPF) durch, deren Ergebnisse ebenfalls in die wirtschaftliche Analyse einfließen. Auf die von der EZB für den Euroraum analysierten Indikatoren wird in Kasten 3.4 näher eingegangen.

Im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse wird auch die Entwicklung von Finanzmarktindikatoren und der

### Kasten 3.5 Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen

Finanzmarktpreise bilden auch die Erwartungen der Anleger hinsichtlich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung ab. Damit stellen sie eine wertvolle Informationsquelle für die Geldpolitik dar. Vor allem die Nominal- und Realzinsstrukturen von Anleihen eignen sich für eine Messung der Erwartungen des privaten Sektors in Bezug auf die künftigen Zinssätze und Inflationsraten.

Die Terminzinsen, die den Verlauf der zu erwartenden Kurzfristzinsen und der entsprechenden Risikoaufschläge widerspiegeln, lassen sich aus der Nominalzinsstruktur von Anleihen ableiten. Dieser Verlauf ist von eminenter Bedeutung für die Zentralbank, da er Aufschluss darüber gibt, wann und in welcher Größenordnung die Marktteilnehmer mit einer Änderung der Leitzinsen rechnen.

Eine gemeinsame Betrachtung von nominalen und realen Anleiherenditen erleichtert die Messung der Inflationserwartungen des privaten Sektors. In der Rendite einer herkömmlichen Nominalanleihe schlagen sich drei Faktoren nieder: der Realzinssatz, die Inflationserwartungen der Anleger und ein Risikoaufschlag, mit welchem die Anleger für die Inflationsunsicherheit entschädigt werden. Des Weiteren bedarf es der Rendite einer inflationsindexierten Anleihe, um die Inflationserwartungen ermitteln zu können. Im Euro-Währungsgebiet gibt es einen großen Markt für diese staatlichen Schuldtitel, bei denen Kapitalbetrag und Kuponzahlungen an die Entwicklung der Teuerungsrate nach dem HVPI (ohne Tabakwaren) gekoppelt sind. Auf diese Weise werden die Inhaber der Papiere praktisch vom Inflationsrisiko abgesichert, und die Anleiherenditen können als Messgrößen der realen Zinssätze angesehen werden. Dementsprechend gibt die Renditedifferenz zwischen einer herkömmlichen Nominalanleihe und einem inflationsindexierten Papier mit gleicher Restlaufzeit die Inflationserwartungen der Anleger und die damit zusammenhängende Risikoprämie für die Preissteigerung wieder. Diese Differenz zwischen der Nominal- und der Realrendite wird als Breakeven-Inflationsrate (BEIR) bezeichnet.

Da sich die BEIR für verschiedene Laufzeiten berechnen lässt, eignet sie sich für die Beobachtung der Inflationserwartungen und der damit zusammenhängenden Risikoaufschläge über viele verschiedene Zeiträume hinweg. Darüber hinaus lassen sich aus dieser Zinsstrukturkurve Messgrößen für eine Termin-BEIR ableiten. Beispielsweise ist die fünfjährige Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren eine Messgröße für die Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen.

Da eine BEIR auf täglichen Finanzmarktdaten beruht, liefert sie häufig und zeitnah Informationen. Allerdings ist bei der Interpretation der von einer BEIR ausgehenden Signale Vorsicht geboten. Erstens gibt die BEIR sowohl „reine“ Inflationserwartungen als



auch die Aufschläge für das Preissteigerungsrisiko wieder. Auch wenn sich bestimmte, auf Vermögenspreismodellen beruhende ökonometrische Ansätze mit dieser Frage befassen, so ist die aus ihnen resultierende Zerlegung der Rate in Erwartungen und Aufschläge mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Zweitens beeinflussen weitere Faktoren Handel und Preisbildung von nominalen sowie inflationsindexierten Anleihen. Hierzu zählen beispielsweise die Liquiditätsbedingungen am Anleihemarkt oder eine ausgeprägte Flucht in sichere Anlageformen vor dem Hintergrund einer angespannten Finanzmarktlage. Solche Faktoren wirken sich in der Regel unterschiedlich auf nominale und inflationsindexierte Anleihen aus. Die gemessene BEIR kann hiervon deutlich beeinflusst werden, ohne dass sich die zugrunde liegenden Inflationserwartungen und die damit zusammenhängenden Risikoaufschläge geändert hätten. Derartige Einflüsse, die den inflationsbezogenen Informationsgehalt einer BEIR verfälschen, waren in verschiedenen Stadien der Finanzkrise, die 2007 ihren Anfang nahm, besonders gut zu beobachten.

Aus den genannten Gründen ist es von wesentlicher Bedeutung, den Informationsgehalt der BEIR anhand der von anderen Indikatoren ausgehenden Signale einer Gegenprüfung zu unterziehen. Zu diesen zählen beispielsweise aus Umfragen gewonnene Messgrößen der Inflationserwartungen (die allerdings nur in größeren zeitlichen Abständen verfügbar sind) sowie andere Finanzmarktinstrumente wie inflationsindexierte Swaps. Bei einem Inflationsswap handelt es sich um ein Derivat. Dabei vereinbaren die beiden Vertragspartner, eine festgelegte Zahlung im Gegenzug zu einer Zahlung zu leisten, deren Höhe an die während des Vertragszeitraums herrschende tatsächliche Inflationsentwicklung gekoppelt ist. Aus diesen Instrumenten lassen sich ähnliche Angaben zu den Inflationserwartungen und den entsprechenden Risikoaufschlägen ableiten wie aus einer BEIR. Allerdings wird nicht davon ausgegangen, dass die den Informationsgehalt einer BEIR verzerrenden Faktoren sich gleichzeitig auch auf die Inflationsswaps auswirken.

Neben der nominalen und realen Zinsstrukturkurve enthalten auch andere Vermögenspreise wertvolle Informationen über die Erwartungen des privaten Sektors. Dazu zählen unter anderem Erwartungen hinsichtlich der Höhe und Variabilität der zukünftigen Vermögenspreise, aber auch – auf etwas indirektere Art – der erwartete künftige Konjunkturverlauf. Dementsprechend umfasst das Instrumentarium der geldpolitischen Analyse auch Methoden zur Ableitung der Markterwartungen aus Finanzgeschäften wie Devisenterminkontrakten oder Aktienoptionen.

Preise für Vermögenswerte (siehe Kasten 3.5) genau beobachtet, denn Veränderungen der Vermögenspreise können sich über Einkommens- und Vermögenseffekte auf die Preisentwicklung auswirken. So kann ein Anstieg der Aktienkurse dazu führen, dass sich das Vermögen von Privathaushalten mit Aktienbesitz erhöht und diese daher mehr konsumieren. Dies hätte eine erhöhte Konsumnachfrage und damit eventuell eine Steigerung des inländischen Inflationsdrucks zur Folge. Umgekehrt können fallende

Aktienkurse durchaus auch dazu führen, dass Privathaushalte ihren Konsum einschränken.

Aus den Preisen für Vermögenswerte und den Anlagerenditen lassen sich zudem Erkenntnisse über die Erwartungen an den Finanzmärkten – auch in Bezug auf die künftige Preisentwicklung – gewinnen. Beim Kauf und Verkauf von Anleihen drücken die Finanzmarktteilnehmer beispielsweise implizit ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Realzinsen und der

**Vermögenspreise  
als Indikator für  
Erwartungen des  
Privatsektors**

Inflation aus. Unter Verwendung verschiedenster Methoden kann die EZB 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 zukunftsorientiert. Veränderungen der Preise für Vermögenswerte sind daher weitgehend auf „Neuigkeiten“ – d. h. auf Informationen über Entwicklungen, die von den Märkten nicht erwartet wurden – zurückzuführen. In diesem Sinne dürfte die Beobachtung der Vermögenspreise bei der Identifizierung von Schocks, denen die Wirtschaft jeweils ausgesetzt ist, hilfreich sein. Hierzu zählen auch Erwartungsschocks in Bezug auf die künftige Entwicklung der Konjunktur. Bei der Analyse der Finanzmärkte werden statistische Angaben zu den Preisen von Finanzwerten, die aus unterschiedlichen Quellen stammen, untersucht. Darüber hinaus erhebt die EZB ihrerseits bestimmte statistische Daten (siehe Kasten 3.4).

#### 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.

Die wirtschaftliche Analyse der EZB wurde im Laufe der Zeit weiterentwickelt. In erster Linie ist dies dem Fortschritt bei der Erstellung von Wirtschafts- und Finanzstatistiken für das Eurogebiet und der analytischen Aufbereitung dieser Angaben zu verdanken. Darüber hinaus wurde eine Reihe analytischer und empirischer Modelle entwickelt, um vergangene und aktuelle Entwicklungen besser beurteilen und verstehen zu können, um verlässlichere 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 EZB veröffentlicht in ihrem Monatsbericht viermal im Jahr gesamtwirtschaftliche Projektionen für den Euroraum. Die gemeinsam von Experten der EZB und der NZBen erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems erscheinen im Juni und im Dezember, während die von den Experten der EZB erarbeiteten Projektionen im März und im September veröffentlicht werden. Diesen Projektionen kommt eine wichtige Rolle bei der wirtschaftlichen Analyse zu. Sie tragen dazu bei, eine große Menge an Wirtschaftsdaten zu strukturieren und zusammenzuführen, und gewährleisten die Konsistenz der verschiedenen wirtschaftlichen Daten. Deshalb spielen sie eine zentrale Rolle, wenn es darum geht, die Einschätzung der Wirtschaftsaussichten und der kurz- bis mittelfristigen Schwankungen der Inflation um ihren Trend zu präzisieren.

Weiterentwicklung der wirtschaftlichen Analyse im Laufe der Zeit

Gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Eurogebiet ...

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

Mit dem Begriff „Projektion“ soll verdeutlicht werden, dass es sich hierbei um das Ergebnis eines Szenarios handelt, das auf einer Reihe technischer Grundannahmen beruht. Ursprünglich lag den Projektionen die Annahme konstanter Zinssätze zugrunde. Doch ein derartiges Szenario wird in der Praxis aller Wahrscheinlichkeit nach nicht eintreten, da die Geldpolitik immer auf mögliche Gefahren für die Preisstabilität reagieren wird. Daher basiert die Annahme zu den Kurzfristzinsen seit Juni 2006 auf Markterwartungen. Diese Umstellung war rein technischer Natur und rührte daher, dass sie eine Verbesserung der Qualität und Kohärenz der Projektionen ermöglicht. Aus den Abweichungen der angenommenen Zinsentwicklung vom tatsächlichen Verlauf wird deutlich, dass die Projektion im Allgemeinen – und vor allem auf etwas längere Sicht – nicht der beste Indikator für künftige Entwicklungen ist. Die von Experten des Eurosystems/der EZB erstellten makroökonomischen Projektionen zur Inflation sollten daher keinesfalls dahingehend interpretiert werden, dass sie die Verpflichtung des EZB-Rats infrage stellen, Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Die an der Festlegung der Löhne und Preise Beteiligten (d. h. Staat, Unternehmen und private Haushalte) sollten die quantitative Definition von Preisstabilität der EZB, und insbesondere das Ziel, die Inflation unter, aber nahe 2 % zu halten, als die beste Vorhersage der mittel- und langfristigen Preisentwicklung ansehen.

... Modellen und Expertenwissen ...

Die gesamtwirtschaftlichen Expertenprojektionen werden mithilfe 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 geschätzt werden, der Verwendung eines einzigen, allumfassenden Ansatzes vorzuziehen. Die auf diesen Modellen beruhenden Projektionen werden mit dem Fachwissen der Experten von EZB und NZBen abgeglichen. Um der Unsicherheit Rechnung zu tragen, mit denen Projektionen zwangsläufig behaftet sind, werden die Ergebnisse in Form von Bandbreiten dargestellt, die anhand verschiedener Methoden berechnet werden. Seit Dezember 2009 bemessen sich die Bandbreiten nach den Fehlern, die bei früheren Expertenprojektionen gemacht wurden, wobei große Fehler als Ausreißer identifiziert und aus der Stichprobe entfernt werden.

Wenngleich die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems/der EZB von Nutzen sind, so sind sie doch mit gewissen Einschränkungen behaftet. Erstens hängt die endgültige Projektion wesentlich von dem zugrunde gelegten konzeptionellen Ansatz und den verwendeten Verfahren ab. Jeder Ansatz ist zwangsläufig eine vereinfachte Abbildung der Realität und berücksichtigt möglicherweise nicht immer die für die Geldpolitik relevanten Kernpunkte. Zweitens können gesamtwirtschaftliche Projektionen lediglich eine zusammenfassende Beschreibung der Volkswirtschaft abgeben und berücksichtigen daher nicht alle relevanten Informationen. So lassen sich wichtige Angaben – wie sie beispielsweise in den Geldmengenaggregaten enthalten sind – nur schwer in den zur Erstellung der Projektionen verwendeten Rahmen integrieren, oder aber die Daten ändern sich nach Fertigstellung der Projekti-

... trotz ihres Nutzens mit gewissen Einschränkungen behaftet, ...

onen. Drittens fließen in die Projektionen unweigerlich auch die Beurteilungen der Experten ein, und es mag gute Gründe geben, bestimmte Ansichten nicht zu teilen. Viertens 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 von Prognosen mit zunehmender Länge des Prognosehorizonts tendenziell erheblich abnimmt. Zuweilen, und insbesondere bei bestehender Unsicherheit über die Dauerhaftigkeit von Vermögenspreisänderungen, kann es für eine Zentralbank ratsam sein, mit zinspolitischen Schritten auf solche Ent-

wicklungen zu reagieren, die andernfalls die Preisstabilität über Zeiträume hinweg beeinflussen würden, die weit über die gängigen Prognosehorizonte hinausgehen.

In Bezug auf die Annahmen, die den Prognosemodellen normalerweise zugrunde liegen, ist eine Zentralbank gut beraten, wenn sie die Belastbarkeit der aus unterschiedlichen Quellen stammenden Daten prüft und vergleicht. Um die Wirtschaftslage und die Aussichten für die Preisstabilität in ihrer 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 – insbesondere im Hinblick auf die Eintrittswahrscheinlichkeit

... was die Verwendung unterschiedlicher Quellen und Verfahren nahelegt

### Kasten 3.6 Langfristige Betrachtung von Geldmenge und Preisen

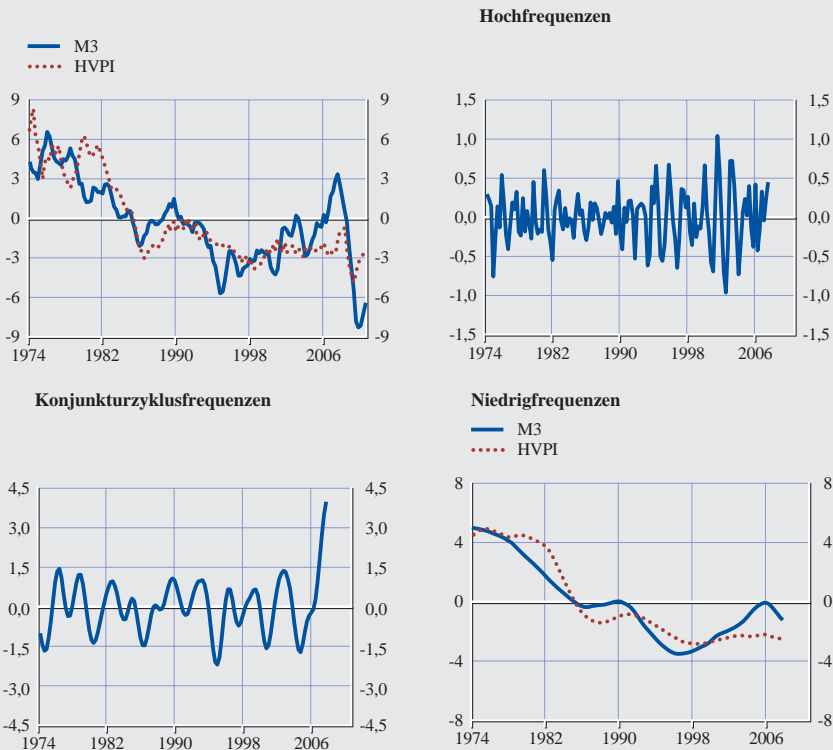
Der langfristige Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation zählt in der gesamten wirtschaftswissenschaftlichen Literatur zu den robustesten und solidesten empirischen Befunden. Zu betonen ist, dass dieser Zusammenhang im Zeitverlauf sowie für alle Länder und alle geldpolitischen Systeme gilt, was den Schluss zulässt, dass er in der Struktur der Wirtschaft fest verankert ist.

Dass im Euro-Währungsgebiet zwischen Geldmengenwachstum und Inflation eine robuste langfristige Beziehung gegeben ist, wurde durch zahlreiche Studien auf der Grundlage unterschiedlicher empirischer Techniken belegt. Zur Veranschaulichung werden statistische Filtermethoden herangezogen, die eine gesonderte Betrachtung der Schwankungen der Geldmenge und der Teuerung anhand des jeweils unterschiedlichen Grades an Persistenz ermöglichen. Insbesondere unterscheidet dieser Ansatz zwischen der starrereren, trendähnlichen Entwicklung der Geldmenge (der sogenannten „Niedrigfrequenzkomponente“) einerseits und den Entwicklungen, die kürzere Schwankungen im Zusammenhang mit dem Konjunkturzyklus bzw. erratische und vorübergehende Bewegungen wiedergeben (der „Hochfrequenzkomponente“) andererseits. Die in Abbildung 3.2 angeführte Evidenz belegt den langfristigen Zusammenhang zwischen der Geldmenge und den Preisen in zweierlei Hinsicht: Die Entwicklung der Niedrigfrequenzkomponente des M3-Wachstums folgt eng jener der Niedrigfrequenzkomponente der Inflation, und die Entwicklung des trendmäßigen Geldmengenwachstums weist tendenziell Vorlaufeigenschaften in Bezug auf die Trendinflation auf.

Eine robuste langfristige Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Teuerung schließt die Existenz einer engen Verbindung auch in höheren Frequenzbereichen nicht aus. Tatsächlich haben empirische Untersuchungen gezeigt, dass die Persistenz der

## Abbildung 3.2 Aufgliederung der Frequenzen von M3 und HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Abweichungen vom Mittelwert)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Geldmengenentwicklung, die am stärksten mit der Trendinflation verbunden ist, je nach Art der wirtschaftlichen Schocks variiert. Im Allgemeinen unterliegt die kurzfristige Geldmengenentwicklung jedoch tendenziell dem Einfluss vorübergehender Schwankungen der Geldnachfrage und Veränderungen des Finanzsystems, die keine Auswirkungen auf die Preise haben, wodurch der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation auf kurze Sicht verschleiert wird. Daher basiert die Beurteilung der kurz- bis mittelfristigen Inflationsentwicklung als Teil des geldpolitischen Handlungsrahmens der EZB hauptsächlich auf der wirtschaftlichen Analyse.

Die Beobachtung, dass der Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Teuerung auf lange Sicht am robustesten ist, d. h. sich in der Trendentwicklung der beiden Variablen zeigt, stellt die geldpolitische Relevanz dieser Beziehung nicht infrage. Die trendmäßige Inflationsentwicklung ist für die Geldpolitik von zentraler Bedeutung, da sie eng mit den langfristigen Inflationserwartungen verknüpft ist und – eben aufgrund ihres persistenten, trendartigen Charakters – einen dauerhaften Einfluss auf die Teuerung ausübt. Dieser ist bei der Formulierung geldpolitischer Beschlüsse, die auf die Gewährleistung von Preisstabilität ausgerichtet sind, zu berücksichtigen. Zudem muss beachtet werden, dass Inflationsschwankungen zu jeder Zeit die Entwicklung der Komponenten aller Frequenzbereiche widerspiegeln, was die Trendkomponente mit einschließt. Vorabinformationen zur Entwicklung der Trendinflation sind in den monetären Trends enthalten und daher für die Geldpolitik von besonderem Interesse.

bestimmter hypothetischer Szenarien – sein eigenes Urteil bilden. Daher muss die Verwendung von Projektionen immer mit einer klaren und breit fundierten Analyse der jeweils wirkenden wirtschaftlichen Kräfte einhergehen.

**Rolle der Projektionen insgesamt wichtig, aber nicht allumfassend**

Aus den genannten Gründen kommt den gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems/der EZB eine wichtige, wenngleich nicht allumfassende Rolle in der geldpolitischen Strategie der EZB zu. Der EZB-Rat bewertet sie im Rahmen des Zwei-Säulen-Konzepts zusammen mit einer Fülle anderer Informationen und Analyseformen. Hierzu zählen die monetäre Analyse sowie die Analyse von Finanzmarktpreisen, einzelnen Indikatoren und Prognosen anderer Institutionen. Der EZB-Rat übernimmt weder die Verantwortung für die Expertenprojektionen noch verwendet er sie als einziges Instrument zur Strukturierung und Kommunikation seiner Einschätzung.

### **Monetäre Analyse**

**Geldmenge als nominaler Anker**

In der geldpolitischen Strategie der EZB kommt der monetären Analyse eine herausragende Rolle zu. Hierin spiegelt sich die robuste Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Inflation, welche auf mittlere bis lange Sicht besteht, wider (in Kasten 3.6 werden diesbezügliche Untersuchungen dargestellt). Dieser weithin anerkannte Zusammenhang stellt einen stabilen und verlässlichen nominalen Anker für die Durchführung der Geldpolitik dar, mit dessen Hilfe Inflationstrends auch über die Inflationsprognosen üblicherweise zugrunde liegenden Zeithorizonte hinaus erkannt werden können. Die herausragende Rolle der monetären Analyse dient auch dazu, die mittelfristige Ausrichtung der einheitlichen Geldpolitik zu untermauern. Hierbei stellt die mone-

täre Analyse das Festhalten an einem fundamentalen Grundsatz sicher: Eine auf wirtschaftliche Entwicklungen reagierende Zentralbank darf nie das Erfordernis aus den Augen verlieren, dass das Geldmengenwachstum über hinreichend lange Zeiträume hinweg mit Preisstabilität vereinbar sein muss. Legt die Zentralbank ihren geldpolitischen Entscheidungen und ihrer Beurteilung der sich daraus ergebenden Auswirkungen nicht nur kurzfristige, aus der Analyse der Wirtschafts- und Finanzlage abgeleitete Indikatoren, sondern auch Überlegungen zur Geldmenge und Liquiditätslage zugrunde, gelingt es ihr, über die temporären Effekte verschiedener kurzfristiger Schocks auf das Preisniveau hinauszuschauen und einer allzu aktivistischen Ausrichtung ihrer Geldpolitik zu widerstehen.

Die mittel- bis langfristige Betrachtungsweise von Risiken für die Preisstabilität im Rahmen der monetären Analyse bedeutet, dass zu keinem Zeitpunkt eine direkte Verbindung zwischen der kurzfristigen Geldmengenentwicklung und Zinsbeschlüssen der Zentralbank bestehen kann. In der Praxis ergibt sich die Herausforderung, die unbeobachtete Grunddynamik der monetären Expansion, d. h. die für das Signalisieren mittel- bis langfristiger Risiken für die Preisstabilität relevante Wachstumsrate der Geldmenge, zu identifizieren. Mithilfe des zu diesem Zweck angewandten statistischen Filterverfahrens, welches in Kasten 3.6 erörtert wird, lässt sich die langfristige Verbindung zwischen Geldmenge und Preisniveau veranschaulichen. In der Praxis jedoch stellt diese Methode keine verlässliche Grundlage für die Ableitung geldpolitischer Einschätzungen in Echtzeit dar. Aufgrund der jedem Filterverfahren zugrunde liegenden Glättung ist es erforderlich, sowohl

**Praktischer Ansatz zur Identifizierung monetärer Trends**

bekannte historische als auch unbekannte zukünftige Beobachtungen zur Geldmengenentwicklung heranzuziehen, um die Niedrigfrequenzkomponente am Ende der Stichprobe präzise extrahieren zu können.

Daher verfolgt die EZB in ihrer monetären Analyse einen praktikableren Ansatz zur Identifizierung der Grunddynamik des Geldmengenwachstums. Dieser beinhaltet eine umfassende Analyse der Liquiditätslage, die weit über das statistisch ausgewiesene Geldmengenaggregat M3 hinausgeht und sich auf eine sorgfältige Untersuchung des Bilanzzusammenhangs des M3-Wachstums (d. h. der Gegenposten von M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors, insbesondere der Buchkredite an den privaten Sektor) und der Zusammensetzung des M3-Wachstums (d. h. der Komponenten und sektoralen Beiträge) erstreckt.

Der Ansatz stützt sich auf eine komplementäre Nutzung von Fachwissen sowie formalen und stärker strukturierten Methoden, die sich mehrerer Modelle und analytischer Instrumente bedienen (Kasten 3.7 enthält eine Übersicht über einige der regelmäßig eingesetzten Instrumente). Das fachliche Wissen um die institutionellen Merkmale des finanziellen und des monetären Sektors erleichtert die Identifizierung der auf temporäre Faktoren zurückzuführenden Komponenten der beobachteten Geldmengenentwicklung. Zu diesen Faktoren zählen beispielsweise die steuerliche Behandlung von Zins- oder Kapitalerträgen oder Portfolioumschichtungen seitens des geldhaltenden Sektors. Entwicklungen der Geldmenge, die durch diese „Sonderfaktoren“ hervorgerufen wurden, sagen nichts über die Aussichten für die Preisstabilität aus.

Dieser Ansatz ist auch für die konkrete Anwendung des Referenzwerts, den die EZB für das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 festgelegt hat, von Bedeutung. Weicht die tatsächliche Geldmengenentwicklung von diesem Referenzwert ab, kann dies sowohl temporäre als auch länger anhaltende Faktoren widerspiegeln, wobei in der Regel nur Letztere den Preistrend beeinflussen. Aus diesem Grund reagiert die Geldpolitik nicht automatisch auf Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert. Gleichwohl geben derartige Abweichungen Anlass zu verstärkten Anstrengungen, die Art und Persistenz ihrer Bestimmungsfaktoren zu identifizieren und zu bewerten. Hierfür wird ein weit aus umfassenderes Spektrum an Daten als die Geldmenge M3 alleine herangezogen. Unter anderem sind dies die Komponenten und Gegenposten von M3 in den Bankbilanzen, die Entwicklung der Zinsaufschläge und die Ergebnisse der EZB-Umfrage zum Kreditgeschäft. Allerdings unterstreicht das Konzept des Referenzwerts die Verpflichtung der EZB, die monetären Verhältnisse gründlich zu untersuchen, und stellt somit eine Garantie für die diesbezügliche mittel- bis langfristige Ausrichtung dar.

Die robuste langfristige Beziehung zwischen Geldmengenwachstum und Preisentwicklung ermöglicht es, die mittel- bis langfristigen Risiken für die Preisstabilität zu beurteilen, ohne sich im Einzelnen mit dem Wirken des geldpolitischen Transmissionsmechanismus befassen zu müssen. Allerdings können die zeitlichen Verzögerungen, mit denen lang anhaltende Abweichungen der Geldmengenentwicklung von den Normwerten der Vergangenheit zu Risiken für die Preisstabilität führen, groß und von unterschiedlicher Dauer

**EZB-Referenzwert für das Geldmengenwachstum**

**Monetäre Analyse konzentriert sich auf mittel- bis langfristige Risiken für die Preisstabilität ...**

sein. Darin zeigt sich, wie wichtig das Verständnis des Funktionierens der Kanäle ist, über welche sich die Geldmengenentwicklung letztlich auf die Preisentwicklung auswirkt. Während die monetäre Analyse in erster Linie die trendmäßige Geldmengenentwicklung zum Gegenstand hat, sind anhaltende Abweichungen vom Trend insofern von besonderem Interesse, als sie für die Entwicklung an den Märkten für Vermögenswerte bedeutsam sind. Monetäre Ungleichgewichte in Form einer übermäßigen Geld- und Kreditschöpfung können sich zunächst in Preissteigerungen bei Vermögenswerten niederschlagen und anschließend als mittel- bis langfristige Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung der Verbraucherpreise zum Tragen kommen (diese Verbindung wird in Abschnitt 3.6 erörtert).

bis längerfristigen Inflationsentwicklung aufweist. Zugleich kann die umfassende Untersuchung der Entwicklungen von Geldmenge und Kreditvergabe wertvolle Erkenntnisse zur Wirkungsweise des Transmissionsmechanismus liefern. Hier kann die monetäre Analyse eine präzisere Untersuchung der Portfolioumschichtungen ermöglichen, die private Haushalte, Unternehmen und Banken als Reaktion auf Veränderungen der Zinskonstellation, aber auch der Vermögenspreise im Allgemeinen, vornehmen. Darüber hinaus ist die detaillierte Betrachtung der Bankbilanzen für eine Zustandsbeurteilung des Bankensektors und damit für die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln für den nichtfinanziellen Sektor von wesentlicher Bedeutung. Schließlich erweisen sich diese Erkenntnisse auch dann als besonders hilfreich, wenn es um die Einschätzung geht, wie nachhaltig eine bestimmte Konfiguration der Vermögenspreise und die beobachteten Finanzmarktrends sind.

... und liefert wertvolle Erkenntnisse zum Transmissionsmechanismus

Die monetäre Analyse der EZB zielt darauf ab, die Grunddynamik des Geldmengenwachstums zu ermitteln, die eine robuste Verbindung mit der mittel-

### Kasten 3.7 Instrumente der monetären Analyse

Die monetäre Analyse der EZB ist in den letzten Jahren erheblich weiterentwickelt worden. Die Entwicklung neuer Instrumente hat dazu geführt, dass die Operationalisierung des Zusammenhangs zwischen der Geldmengenentwicklung und der zugrunde liegenden Preisdynamik inzwischen umfassender und analytisch besser untermauert ist. Vor diesem Hintergrund werden im vorliegenden Kasten vier Kategorien von Analysewerkzeugen beschrieben, die von der EZB im Rahmen ihrer monetären Analyse regelmäßig und intensiv verwendet werden. Dabei handelt es sich um Geldnachfragemodelle, strukturelle allgemeine Gleichgewichtsmodelle mit expliziter Berücksichtigung der Geldmenge und der Kreditvergabe, geldmengenbasierte Inflationsrisikoindikatoren und auf der Finanzierungsrechnung beruhende Analysen.

Geldnachfragemodelle werden verwendet, um aus der monetären Entwicklung zwei wesentliche geldpolitisch relevante Beurteilungen ableiten zu können. Anhand dieser Modelle wird zunächst der Beitrag der verschiedenen gesamtwirtschaftlichen Einflussfaktoren des gemessenen Geldmengenwachstums quantifiziert. Diese Analyse führt zu einem besseren Verständnis der Ursachen des Geldmengenwachstums – eine notwendige Voraussetzung, um zu einer Einschätzung der monetären Grunddynamik zu gelangen. Zweitens dienen diese Modelle dazu, normative Referenzwerte für die Geldmenge bzw. das Geldmengenwachstum festzulegen, die mit Preisstabilität auf mittlere Sicht vereinbar sind. Allerdings sollten



Abweichungen des tatsächlichen Geldmengenwachstums von derartigen Referenzwerten mit Vorsicht interpretiert werden. Sie lassen sich eher durch einen lang anhaltenden Zeitraum mit geringem Geldmengenwachstum ausgleichen als durch eine höhere Inflation, die etwa mit einem Fremdkapitalabbau im geldhaltenden Sektor zusammenhinge.

Strukturelle allgemeine Gleichgewichtsmodelle mit expliziter Berücksichtigung der Geldmenge und Kreditvergabe liefern einen ergänzenden Ansatz zur Modellierung der Geldnachfrage. Mithilfe dieser Modelle können die dem Geldmengen- und Kreditwachstum zugrunde liegenden Faktoren genauer identifiziert werden. Darüber hinaus vermitteln sie ein stimmiges verhaltensorientiertes Bild davon, inwieweit das Geldmengenwachstum – beispielsweise über erwartungsbedingte Effekte oder Veränderungen der Vermögenspreise – mit der Preisentwicklung verbunden ist.

Das Verfahren zur Beurteilung der monetären Grunddynamik und letztlich der damit verbundenen Risiken für die Preisstabilität beruht in erster Linie auf Einschätzungen, die aus den zusammengefassten Ergebnissen von Modellen, Instrumenten, Datensätzen und Analysen hervorgehen. Ergänzend werden geldmengenbasierte Inflationsrisikoindikatoren erstellt. Dabei handelt es sich um empirische Instrumente, welche die Vorlaufeigenschaften geglätteter Messgrößen des Geldmengenwachstums für die durchschnittliche Inflation über einen mittleren Zeithorizont nutzen und daher eingesetzt werden, um eine zusammenfassende, an den monetären Daten ablesbare Messgröße der über diesen Zeitraum bestehenden Risiken für die Preisstabilität zur Verfügung zu stellen.

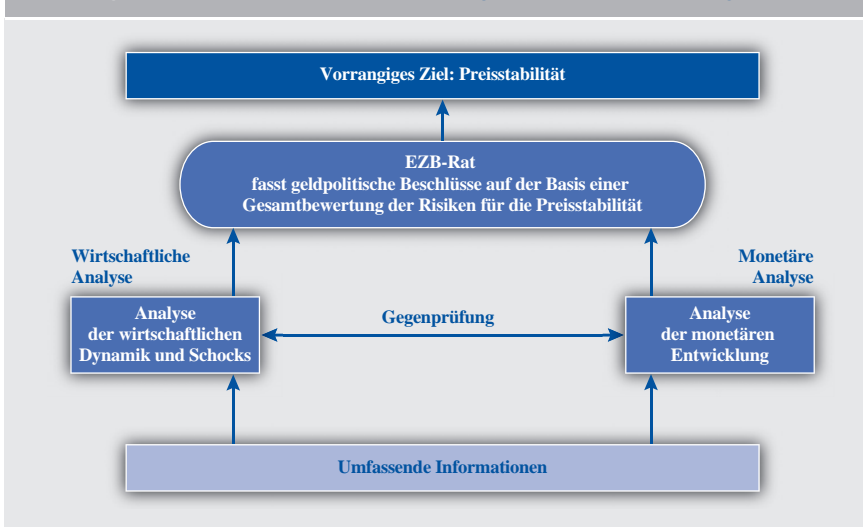
Anhand der Finanzierungsrechnung vorgenommene Analysen basieren auf dem einheitlichen Rahmen der integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets. Sie ergänzen und bereichern die aus den Bilanzen der MFIs abgeleitete monetäre Analyse in dreierlei Hinsicht. Erstens berücksichtigen sie ausdrücklich das Portfolioverhalten und die Finanzierungsentscheidungen für ein breiteres Spektrum an Finanzinstrumenten und an Kanälen der Finanzintermediation. Zweitens bilden sie die Grundlage für Finanzprojektionen, die im Rahmen der regelmäßigen gesamtwirtschaftlichen Projektionen erstellt werden, dienen dem Abgleich der Informationen aus der Finanzierungsrechnung mit dem in den realwirtschaftlichen Projektionen enthaltenen Basisszenario von Finanzinformationen, und sie werden als Input für die Szenarioanalyse genutzt. Drittens geben die auf der Finanzierungsrechnung basierenden Analysen in Verbindung mit realwirtschaftlichen Variablen und Vermögenspreisen weiteren Aufschluss über die Funktionsweise des monetären Transmissionsmechanismus.

Angesichts der fortlaufenden Finanzinnovationen und Strukturveränderungen muss das Instrumentarium für die monetäre Analyse kontinuierlich weiterentwickelt, erweitert und verbessert werden, um verlässliche und fundierte geldpolitische Beurteilungen vornehmen zu können. Für ihre monetäre Analyse hält die EZB daher ein dynamisches und sich ständig weiterentwickelndes Instrumentarium bereit.

In Bezug auf Letzteres gibt die Einbeziehung einer systematischen Analyse monetärer Ungleichgewichte in Gestalt einer strategischen monetären Säule in den geldpolitischen Prozess der Zentralbank ein Instrument an die Hand,

mit dessen Hilfe sie beurteilen kann, ob die Finanzmarktentwicklungen solide und nachhaltig verlaufen oder ob von ihnen längerfristig eine potenzielle Gefahr für die Stabilität der Preise und der Wirtschaft im Allgemeinen

Abbildung 3.3 Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie der EZB



ausgeht. In letzterem Fall kann die monetäre Säule hinsichtlich der finanziellen Ungleichgewichte eine Politik des Gegensteuerns befördern, woraus sich eine wirkungsvolle Vorbeugung von Preisstabilitätsrisiken, die langfristig zum Tragen kommen würden, ergäbe.

#### Gegenprüfung der Informationen aus den beiden Säulen

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 wirtschaftlichen 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 bedeutsamen Informationen übersieht. Dabei werden alle Komplementaritäten zwischen den beiden Säulen berücksichtigt, weil so am besten gewährleistet ist, dass alle für die Beurteilung der Preisaussichten relevanten Daten auf konsistente und effiziente Weise verwendet werden, was sowohl den Pro-

zess der Entscheidungsfindung als auch dessen Vermittlung erleichtert (siehe Abbildung 3.3). 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. Mit ihrem diversifizierten Ansatz für die Interpretation der wirtschaftlichen Bedingungen zielt die Strategie der EZB darauf ab, eine robuste Geldpolitik in einem unsicheren Umfeld zu betreiben.

### 3.6 GELDPOLITIK, FINANZSTABILITÄT UND VERMÖGENSPREISE

#### Finanzstabilität und Preisstabilität

Manche Zentralbanken spielen eine tragende Rolle bei der Förderung der Finanzstabilität. Preisstabilität ist heutzutage das vorrangige Ziel der meisten Zentralbanken weltweit, wohingegen die Verantwortung für die Finanzstabilität meist in geringerem Maße formell festgelegt ist bzw. dem Staatssektor übertragen wurde. Jene Zentralbanken, denen ein expliziter Auftrag zur Gewährleistung von Finanzstabilität übertragen

Rolle der Zentralbanken bei der Förderung der Finanzstabilität

Gegenprüfung beider Analysen

wurde, müssen möglicherweise auf ihr geldpolitisches Instrumentarium zurückgreifen, um diese Aufgabe ungeachtet potenzieller Zielkonflikte mit dem Mandat der Preisstabilität erfüllen zu können. Was die Geldpolitik der EZB betrifft, so ist der Beitrag zur Finanzstabilität dem Ziel der Preisstabilität untergeordnet (siehe Kapitel 1). Darin spiegelt sich die Auffassung wider, dass die Gewährleistung von Preisstabilität letztlich den besten Beitrag der Geldpolitik zur Förderung der Finanzstabilität darstellt.

Finanzstabilität  
und  
Preisstabilität

Finanzstabilität setzt Preisstabilität voraus. Zugleich unterstützt die Finanzstabilität dadurch, dass sie das ordnungsgemäße Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sicherstellt, die Zentralbank bei der Förderung der Preisstabilität. Über einen längeren Zeitraum betrachtet zeigt sich, dass Finanzstabilität und Preisstabilität sich gegenseitig verstärkende geldpolitische Ziele darstellen. Auf kürzere Sicht gehen sie möglicherweise nicht immer Hand in Hand. Selbst in einem von Preisstabilität geprägten Umfeld kann es zu finanziellen Ungleichgewichten kommen, die die Gewährleistung von Preisstabilität gefährden. Angesichts bestehender Vermögenspreisblasen müssen Zentralbanken ihrer geldpolitischen Reaktion eine längerfristige Betrachtung zugrunde legen. Durch eine mittelfristige Ausrichtung kann die Geldpolitik länger anhaltende Wirkungen des Schocks besser einfangen und auf entstehende Ungleichgewichte der Vermögenspreise mit geldpolitischen Gegenmaßnahmen reagieren. Im Gegensatz dazu könnte ein geldpolitischer Handlungsrahmen mit einem vorgegebenen, festen Zeithorizont die Entscheidungsträger zu einer zu kurz greifenden Betrachtung der Risiken für die Preisstabilität veranlassen und möglicher-

weise die Inflationserwartungen destabilisieren.

### Reaktion der Zentralbanken auf die Entwicklung der Vermögenspreise

Von Zeit zu Zeit scheinen Vermögenspreise das Niveau zu überschreiten, das einer angemessenen Bewertung der zugrunde liegenden Vermögensgegenstände entspräche. Solche Entwicklungen können Anzeichen einer „Blase“ am Markt für Vermögenswerte sein, d. h. eines raschen und anhaltenden Preisanstiegs, der sich – möglicherweise auf störende Weise – zu einem zukünftigen Zeitpunkt wieder umkehren muss. Sobald sich Preisblasen bilden, wird der Informationsgehalt der Vermögenspreise verfälscht. Unter normalen Umständen stellen die Vermögenspreise sehr wichtige Informationsvariablen dar. Sie sind insofern vorausschauende Größen, als sie vor allem durch die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Entwicklung ihrer fundamentalen Erträge bestimmt werden. Die Erwartungen zum Ertragspotenzial des zugrunde liegenden Wertes können jedoch in Zeiten entstehender Blasen auf zu optimistischen Einschätzungen beruhen.

Die Bildung von Blasen kann die Ressourcenallokation innerhalb einer Volkswirtschaft verzerren und die gesamtwirtschaftliche Stabilität über längere Zeit beeinträchtigen. Aufgrund seiner Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität kann ein Einbruch der Vermögenspreise – wenn überzogene Ertragserwartungen stark korrigiert werden – eine Phase wirtschaftlicher Kontraktion einläuten. Wird die Bildung einer Preisblase von einer übermäßigen Kredit- und Liquiditätsschöpfung begleitet, können Preiseinbrüche bei den Vermögenswerten der Grund für deflationäre Tendenzen sein. Platzt eine

Vermögens-  
preisblasen ...

... können  
die Wirtschaft  
gefährden ...

Vermögenspreisblase, so kann es im Anschluss daran über längere Zeit zu einer wirtschaftlichen Anpassung mit unterdurchschnittlichen Wachstumsraten kommen, bevor sich die Lage wieder stabilisiert.

... und sind schwer in Echtzeit festzustellen

Vermögenspreisblasen stellen daher für die geldpolitische Strategie einer Zentralbank eine große Herausforderung dar. Um eine spekulative Blase erkennen zu können, ist eine klare Vorstellung erforderlich, wie die „korrekte“ Bewertung von Vermögenswerten voraussichtlich aussieht. Solche Ausgangsszenarios sind für gewöhnlich mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Vor diesem Hintergrund kann es für die Geldpolitik schwierig sein, Vermögenspreisblasen in Echtzeit festzustellen. Dies gilt insbesondere für das frühe Entwicklungsstadium einer Blase. Vermögenspreisblasen können daher häufig erst im Nachhinein relativ verlässlich als solche erkannt werden.

Indikatoren für die Entstehung finanzieller Ungleichgewichte

Die oben angesprochenen Schwierigkeiten hinsichtlich der Erkennung von Preisblasen wiegen sicherlich schwer, aber die Wirtschaftsgeschichte lässt darauf schließen, dass gleichzeitig auftretende und sich gegenseitig verstärkende Anzeichen von „Exzessen“ ein entsprechendes Warnsignal sein können. Beispielsweise können aggregierte Indikatoren monetärer und finanzieller Ungleichgewichte Ergebnisse liefern, anhand deren die Tragfähigkeit einer Vermögenspreishaussage besser beurteilt werden kann. Aus diesen Indikatoren wurden durch intensive empirische Forschung eine Reihe monetärer und finanzieller Variablen herausgefiltert, die anscheinend deutlich mit der Vermögenspreis-inflation korreliert sind, und zwar insbesondere bei Vermögenspreisblasen, die in Finanzkrisen münden. Von diesen Variablen weist bei-

spielsweise das Volumen der aggregierten Kreditvergabe eine recht systematische Vorlaufbeziehung zu Phasen einer turbulenten Entwicklung der Vermögenspreise auf.

In der Fachliteratur sind mehrere Möglichkeiten, wie eine Zentralbank auf Vermögenspreisblasen reagieren könnte, erörtert worden. Der radikalste Ansatz besteht in der direkten Einbeziehung der Vermögenspreise in den Preisindex, anhand dessen Preisstabilität definiert wird. Vermögenspreise ähnlich wie Verbraucherpreise als Zielgröße zu verwenden – z. B. durch deren Einbeziehung in einen erweiterten Preisindex – ist jedoch nicht sinnvoll. Dieser Ansatz würde sehr wahrscheinlich dazu führen, dass die Blase von der Geldpolitik zum Platzen gebracht würde, was eine unnötige wirtschaftliche Instabilität zur Folge hätte. Eine weitere Option, welche von vielen Notenbankexperten vor dem Einsetzen der globalen Finanzkrise befürwortet wurde, besteht darin, nach dem Platzen einer Vermögenspreisblase deren Auswirkungen zu bereinigen, anstatt durch geldpolitische Maßnahmen aktiv gegen die Blase vorzugehen.

Reaktion der Geldpolitik auf Vermögenspreisblasen

Das „Anstechen einer Blase“ mittels geldpolitischer Maßnahmen ist keine tragfähige Option für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik. Dieser Ansatz würde eine starke Straffung der geldpolitischen Ausrichtung erfordern, um nach Feststellung einer Blase Spekulationen entgegenzuwirken. Des Weiteren würden davon Beeinträchtigungen der Wachstumsperspektiven und ernsthafte Risiken für die Gesamtwirtschaft ausgehen. Zudem könnte sich die Blase zunächst gegenüber aggressiven Zinsanhebungen als widerstandsfähig erweisen und so die Gefahr einer geldpolitischen Überreaktion erhöhen. Ebenso haben die aus der Finanzkrise

„Anstechen“ einer Blase möglicherweise kostspielig

gewonnenen Erfahrungen die allgemeine Auffassung infrage gestellt, dass Zentralbanken Vermögenspreisblasen ohne eigenes Zutun platzen lassen sollten, anstatt sie durch aktives Eingreifen in Grenzen zu halten, und anschließend die geldpolitischen Zügel massiv lockern sollten, um die negativen gesamtwirtschaftlichen Folgen aufzufangen. Ein derartiges Vorgehen kann – sofern es systematisch erfolgt – zu einer Verzerrung des geldpolitischen Kurses führen und damit die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass es überhaupt zur Bildung einer Preisblase kommt.

**Politik des  
Gegensteuerns ...**

Die Politik des Gegensteuerns bei Finanzmarktexzessen hat im Laufe der Zeit immer breitere Unterstützung gefunden. Ein solcher Ansatz bedeutet nicht, dass ein bestimmter Zielwert für Vermögenspreise oder -indizes angestrebt wird. Vielmehr soll die den geldpolitischen Beschlüssen zugrunde liegende umfassende Gesamtbeurteilung eine Analyse der mittel- bis langfristigen Risiken für die Preisstabilität beinhalten, die sich aus der Entwicklung der Vermögenspreise ergeben. Die Zentralbank würde als Reaktion auf einen inflationären Vermögensmarkt einen etwas strafferen geldpolitischen Kurs einschlagen als dies bei ähnlichen gesamtwirtschaftlichen Perspektiven unter normaleren Marktbedingungen der Fall wäre. Auf diese Weise würde die Zentralbank schon in einem frühen Stadium der Marktentwicklung eher auf Nummer sicher gehen, um zu vermeiden, dass sie die Blase durch eine akkommodierende Politik unterstützt.

**... ist vorteilhaft**

Deutlich für die Politik des Gegensteuerns spricht die ihr eigene Symmetrie. Anders als beim Ansatz des nachträglichen Reagierens, dem zufolge die Geldpolitik die Wirtschaft vor allem

dann stützt, wenn die Vermögenspreise drastisch gesunken sind, würden die Zinssätze im Rahmen des Gegensteuerns bereits dazu genutzt, der Entstehung einer Vermögenspreisblase entgegenzuwirken. Des Weiteren würde die geldpolitische Reaktion – im Gegensatz zur „Steuerung von Vermögenspreisen“ – nicht automatisch erfolgen; vielmehr bestünde ein gewisser Ermessensgrad hinsichtlich des Ursprungs der Blase und der wirtschaftlichen Lage bei deren Entstehen.

In dieser Hinsicht bietet die von der EZB verfolgte Zwei-Säulen-Strategie einen angemessenen Rahmen für die Aufdeckung von Bedingungen und Umständen, unter denen eine nachhaltige trendmäßige Entwicklung der Vermögenspreise die gesamtwirtschaftliche Stabilität negativ beeinflussen kann. Die EZB verfolgt zwar keine Zielgrößen für Vermögenspreise, behält jedoch Phänomene wie eine übermäßig zunehmende Geld- und Kreditschöpfung genau im Auge. Diese können, wenn sie in Verbindung mit einer anhaltenden Marktdynamik erkannt werden, Aufschluss über die Art der finanziellen Fakten geben und Informationen darüber liefern, ob diese Fakten in die Festlegung des geldpolitischen Kurses mit einbezogen werden sollten. Durch die monetäre Analyse können die Entwicklung der Vermögenspreise und das von ihnen auf längere Sicht ausgehende potenzielle Risiko für die Preisstabilität besser beurteilt werden. Daher sind einzelne Elemente der Politik des Gegensteuerns in die geldpolitische Strategie der EZB aufgenommen worden. Durch die regelmäßige Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse anhand der Resultate der monetären Analyse verlängert sich der Zeitraum, über welchen die EZB die wahrscheinliche Entwicklung der Verbraucherpreise

**Geldpolitische  
Strategie  
der EZB  
berücksichtigt  
Vermögens-  
preisentwicklung**

ermittelt. Dank der mittel- bis langfristigen Ausrichtung der monetären Säule und der systematischen Beobachtung der Geldmengen- und Kreditentwicklung im Rahmen der monetären Analyse wird sichergestellt, dass die Zwei-Säulen-Strategie die potenzielle Bedeutung dieser Entwicklungen als Antriebskräfte für den mittel- bis langfristigen Anstieg der Verbraucherpreise nicht außer Acht lässt.

### 3.7 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. Unter Rechenschaftspflicht lässt sich die rechtliche und politische Verpflichtung einer unabhängigen Notenbank verstehen, ihre Entscheidungen vor den Bürgerinnen und Bürgern und deren gewählten Vertretern ausführlich zu erläutern und zu rechtfertigen, sodass sie für die Erfüllung ihrer Aufgaben zur Verantwortung gezogen werden kann. Die Rechenschaftspflicht ist wesentliche Voraussetzung und Kernstück der demokratischen Legitimität. Ein eindeutig definiertes 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 Notenbank dahingehend, dass sie ihre Aufgaben mit einem hohen Maß an Professionalität erfüllen muss.

Die für die öffentliche Kontrolle einer Zentralbank geeigneten Mittel richten sich nach dem institutionellen Rahmen und dem Mandat der Bank. Als einer kraft der Verträge geschaffenen 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. Daher ist die EZB in erster Linie den Bürgerinnen und Bürgern der EU zur Rechenschaft verpflichtet sowie – in eher formaler Hinsicht – dem Europäischen Parlament, also dem einzigen von den Bürgerinnen und Bürgern der EU direkt gewählten Organ der Europäischen Union.

Das Verhältnis der EZB zum Europäischen Parlament trägt der Unabhängigkeit der Zentralbank in vollem Umfang Rechnung. Der Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union legt zahlreiche Berichtspflichten für die EZB fest (z. B. die Vorlage ihres Jahresberichts im Europäischen Parlament und im EU-Rat durch den EZB-Präsidenten) und sieht die Möglichkeit vor, dass der Präsident (und von Fall zu Fall auch andere Direktoriumsmitglieder) zur Gewährleistung der Rechenschaftspflicht vor dem Europäischen Parlament erscheinen (siehe Kapitel 1).

Ein mit der Rechenschaftspflicht eng verbundenes und dennoch andersartiges Konzept ist die Zentralbanktransparenz. Diese lässt sich als ein Umfeld definieren, in dem die Notenbank der breiten Öffentlichkeit und den Märkten alle relevanten Informationen über ihre Strategie, ihre Einschätzungen und

**Die EZB ist gegenüber den Bürgerinnen und Bürgern der EU rechenschaftspflichtig**

**Die Beziehungen der EZB zum Europäischen Parlament**

**Transparenz**

**Unabhängigkeit und Transparenz**

geldpolitischen Beschlüsse sowie ihre Verfahren offen, deutlich und zeitnah 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 einer angemessenen Interaktion 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.

**Was macht eine Zentralbank transparent?**

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

**Transparenz fördert die Glaubwürdigkeit, ...**

Erstens fördert es die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank, wenn sie eindeutig zu erkennen gibt, 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 Inflationserwartungen fest verankert sein. Von besonderem Nutzen ist hier die häufige Berichterstattung zur Einschätzung der Wirtschaftslage durch die Notenbank. 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).

Zweitens erlegt eine strenge Verpflichtung zur Transparenz den für die Geldpolitik Verantwortlichen Selbstdisziplin auf. Dies trägt dazu bei, 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.

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 voraussehen, 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 ent-

**... zwingt geldpolitische Entscheidungsträger zur Selbstdisziplin ...**

**... und gibt den Märkten Orientierung**

scheidend 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 Konsumentscheidungen einwirkt, verkürzen sowie notwendige wirtschaftliche Anpassungen beschleunigen und auf diese Weise die Wirksamkeit der Geldpolitik erhöhen.

### **Die Kommunikationsfunktion der geldpolitischen Strategie der EZB**

Um ein besseres Verständnis der Geldpolitik zu fördern, sollten der Öffentlichkeit die wichtigsten Aspekte des geld-

Öffentliche  
Präsentation der  
Geldpolitik ...

#### **Kasten 3.8 Die wichtigsten Kommunikationskanäle der EZB**

Die monatlichen Pressekonferenzen des Präsidenten und Vizepräsidenten sowie der Monatsbericht sind zwei der wichtigsten Kommunikationskanäle der EZB. Die „Einleitenden Bemerkungen“ des Präsidenten zur Pressekonferenz liefern eine ausführliche Zusammenfassung der geldpolitisch relevanten Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung. Sie orientieren sich von ihrem Aufbau her an der geldpolitischen Strategie der EZB und sind mit dem EZB-Rat abgestimmt. Die monatliche Pressekonferenz beinhaltet auch einen Frageteil, an dem Medienvertreter aus dem gesamten Euroraum sowie aus anderen Ländern teilnehmen; ferner bildet sie 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 Darstellung und Erläuterung der Beratungen im EZB-Rat und folglich 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 dieser verfügte, als er seinen geldpolitischen Beschluss fasste. Zudem 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 zur Anhörung des Präsidenten werden anschließend 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 zahlreiche öffentliche 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 weiterer wichtiger Kanal, über den sowohl internationale als auch regionale Zielgruppen



angesprochen werden, sind die von EZB-Ratsmitgliedern 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 wirtschaftspolitische Studien von allgemeinem Interesse werden von den EZB-Mitarbeitern in Diskussionspapieren („Working Paper Series“) bzw. in unregelmäßig erscheinenden Beiträgen („Occasional Paper Series“) publiziert.

Schließlich verlangt die Transparenz der Geldpolitik auch, dass die von der Zentralbank erhobenen statistischen Daten (siehe Kasten 3.4) veröffentlicht werden, sobald sie abgesichert sind. Die zeitnahe Veröffentlichung der 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.

politischen 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 aufgefasst werden.

Grad an Vorhersagbarkeit erreicht, was zu einer stärkeren Wirksamkeit der Geldpolitik geführt hat. So hat sich die Fähigkeit der Finanzmärkte, geldpolitische Beschlüsse vorherzusagen, im Lauf der letzten zehn Jahre generell erhöht. Der transparente Ansatz der EZB hat zu einem besseren Verständnis der Geldpolitik seitens der Märkte geführt.

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

Aus diesem Grund müssen für die öffentliche Präsentation der Geldpolitik verschiedene Entscheidungen getroffen werden. Transparenz geht über die reine Veröffentlichung von Informationen hinaus. Vielmehr müssen diese Informationen auf eine für die Öffentlichkeit verständliche Weise strukturiert werden. Transparenz hat dazu beigetragen, dass die Inflationserwartungen fest verankert sind. Durch die öffentliche Bekanntgabe ihrer geldpolitischen Strategie und die Tatsache, dass die EZB ihre regelmäßige Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität auf transparente Weise bekannt gibt, hat die EZB einen hohen

Allerdings sollte trotz aller Bemühungen um die Vermittlung einer deutlichen Botschaft nicht versäumt werden, die eigentliche Natur des geldpolitischen Entscheidungsprozesses zu veranschaulichen. In jeder Mitteilung muss zum Ausdruck kommen, dass die Geldpolitik in einem komplexen und unsicheren, sich ständig wandelnden Umfeld zu agieren 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

... und mit dem internen Entscheidungsprozess konsistent sein

(wie der Geldmengen- oder Inflationssteuerung, siehe Kasten 3.3) recht komplex sein mag, vermittelt sie ein realistisches Bild des diversifizierten Ansatzes der Geldpolitik, 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 Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union hinausgegangen (siehe Kasten 3.8).

### 3.8 DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB: WEGWEISER IN DER FINANZKRISE

#### Reaktion der EZB auf die Finanzkrise

Eine gute Strategie sollte sich für die politisch Verantwortlichen sowohl unter normalen Umständen als auch zu Zeiten erhöhter Unsicherheit als angemessen erweisen. Auch während der Finanzkrise war die geldpolitische Strategie der EZB Wegweiser für geldpolitische Entscheidungen. Die aus der Krise gewonnenen Erfahrungen zeigen, wie robust und effektiv das Zwei-Säulen-Konzept ist. Es ermöglichte dem EZB-Rat, breit gefächerte Maßnahmen zu ergreifen und sich vorrangig auf die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu konzentrieren. Tatsächlich haben sich die Hauptelemente der Strategie seit der Einführung des Euro als wertvolle Richtschnur hinsichtlich der Formulierung und Erläuterung der Geldpolitik der EZB erwiesen (siehe Kapitel 5).

in Art, Umfang und Größenordnung beispiellos sind. Sie stellen eine außergewöhnliche Antwort auf außergewöhnliche Umstände angesichts der ungewöhnlich hohen Unsicherheit und Instabilität an den Finanzmärkten dar. Neben konventionellen Zinssenkungen auf ein historisch niedriges Niveau entschloss sich der EZB-Rat zur Einführung von Sondermaßnahmen, wozu auch die erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe und das Programm für die Wertpapiermärkte gehören (siehe Kasten 5.1).

Die formelle Ausstiegsstrategie der EZB umfasst eine Reihe von Grundsätzen, die das Auslaufen verschiedener, im Zuge der Finanzkrise ergriffener Sondermaßnahmen regeln. Wenn über einen allzu langen Zeitraum eine akkommodierende Geldpolitik aufrechterhalten wird, besteht das Risiko, dass sich in der Zukunft ein Inflationsdruck herausbildet, und es wird darüber hinaus der Weg für Ungleichgewichte an den Finanzmärkten geebnet. Vor dem Hintergrund extrem niedriger Zinssätze und einer reichlichen Liquiditätsausstattung war die glaubwürdige Verpflichtung der Zentralbank, die konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen auslaufen zu lassen, sobald sich die Situation normalisiert hätte, von herausragender Bedeutung. So wies die EZB deutlich darauf hin, dass in die Ausgestaltung der Sondermaßnahmen bereits Ausstiegsüberlegungen eingeflossen seien. Um verfrühten Erwartungen eines Ausstiegs entgegenzutreten, betonte die EZB zugleich, dass das Vorhandensein einer Ausstiegsstrategie nicht gleichbedeutend mit dem Beginn ihrer Anwendung sei. Die Zentralbank erläuterte auch detailliert, welche Argumente der Einführung und dem Auslaufen ihrer Sondermaßnahmen zugrunde lagen.

Die Ausstiegsstrategie der EZB

Sondermaßnahmen

Als Reaktion auf die Finanzkrise hat das Eurosystem Maßnahmen eingeleitet, die

### Die Kommunikation der EZB während der Finanzkrise

Wie in Abschnitt 3.7 erläutert, stellt die Kommunikation ein wichtiges Element der geldpolitischen Strategie der EZB dar. Als ein wesentliches Instrument zur Steuerung der Erwartungen des privaten Sektors trägt sie erheblich zur Steigerung der Effektivität und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik bei. Dies ist in Zeiten erhöhter Unsicherheit besonders wichtig. Während der gesamten Finanzkrise und im Anschluss daran zielte die Kommunikation der EZB darauf ab, die Gründe für die eingeführten Sondermaßnahmen zu erläutern und dazu beizutragen, das Vertrauen des privaten Sektors in die Wirtschaft und das Funktionieren der Märkte wiederherzustellen. Diesbezüglich hat die EZB zeitnahe und sachliche Informationen veröffentlicht, um angesichts der außergewöhnlichen Umstände das höchstmögliche Maß an Transparenz

zu erreichen. Die Kommunikationsaktivitäten der EZB seit dem Beginn der Finanzmarkturbulenzen im August 2007 haben in erheblichem Umfang dazu beigetragen, die längerfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet fest auf einem Niveau verankert zu halten, das mit der Definition der EZB von Preisstabilität vereinbar ist (siehe Abbildung 3.4).

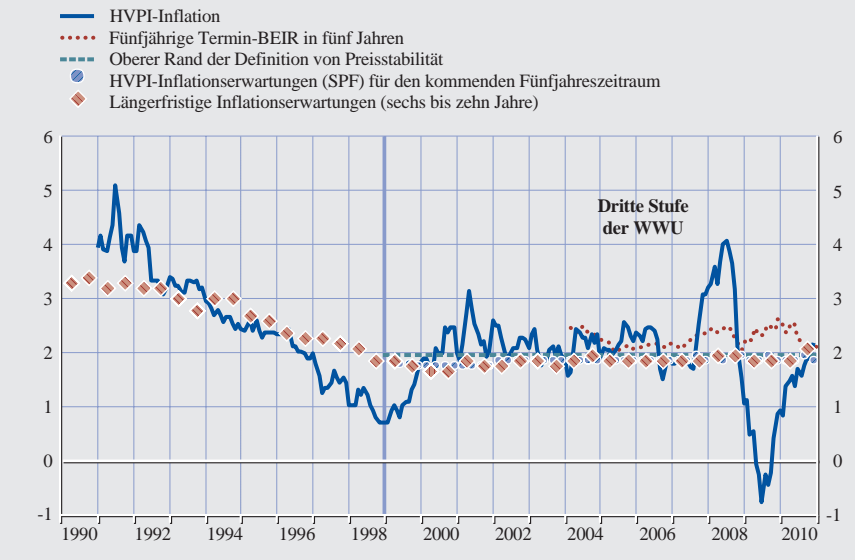
Die EZB hat mitgeteilt, dass der Ausstieg aus den Sondermaßnahmen auf vier Eckpunkten beruht.

Eckpunkte  
der Ausstiegs-  
strategie

Ein Eckpunkt der Ausstiegsstrategie besteht in der engen Verbindung dieser Maßnahmen zur geldpolitischen Strategie der EZB und dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität. Dies bedeutet, dass die Sondermaßnahmen so lange aufrechterhalten werden können, wie starke außergewöhnliche Spannungen, Verzerrungen bei der Kreditvergabe

Abbildung 3.4 Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: EZB, Eurostat, Reuters und Consensus Economics.

Anmerkung: BEIR bezieht sich auf die Breakeven-Inflationsrate und SPF auf den Survey of Professional Forecasters.

sowie Beeinträchtigungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus gegeben sind. Sobald ihre Fortführung jedoch das Erreichen von Preisstabilität bedroht, ist eine unverzügliche Rücknahme dieser Maßnahmen unvermeidbar.

Als zweiter Eckpunkt ist die von Anfang an vorausschauende Ausgestaltung der Maßnahmen zu nennen. Alle Sondermaßnahmen sind vorübergehender Natur und verfügen bis zu einem gewissen Grad über integrierte Selbstkorrekturmechanismen. Die weitaus meisten Maßnahmen waren so konzipiert, dass sie automatisch auslaufen, sofern sie nicht ausdrücklich fortgeführt werden.

Den dritten Eckpunkt der Ausstiegstrategie stellt die permanente Handlungsfähigkeit der EZB dar, d. h. die

technische und institutionelle Fähigkeit, angemessene Entscheidungen zu treffen und umzusetzen, wann immer es die Umstände verlangen. Ermöglicht wird dies durch den Handlungsrahmen des Eurosystems und die institutionelle Unabhängigkeit kraft der Verträge.

Den vierten Eckpunkt bildet die Glaubwürdigkeit des Eurosystems und sein Ruf, zu handeln, wenn dies angemessen erscheint. Erworben hat sich die EZB diesen Ruf dank der guten Erfolgsbilanz in den ersten zehn Jahren des Bestehens der WWU. Die glaubwürdige Verpflichtung der EZB zur Gewährleistung von Preisstabilität hat dazu beigetragen, die Inflationserwartungen im Eurogebiet während der gesamten Krise zu stabilisieren.

## 4 DURCHFÜHRUNG DER GELDPOLITIK

In diesem Kapitel wird erläutert, wie das Eurosystem geldpolitische Beschlüsse mithilfe seiner geldpolitischen Instrumente umsetzt. Der erste Abschnitt gibt einen Überblick über die Ziele und allgemeinen Grundsätze, welche die Funktionsweise des Handlungsrahmens des Eurosystems bestimmen. Im zweiten Abschnitt werden die wichtigsten geldpolitischen Instrumente (Offenmarktgeschäfte, Mindestreservesystem und ständige Fazilitäten) kurz beschrieben. In den folgenden Abschnitten werden sie eingehender erläutert 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 zwölf Jahren der einheitlichen Geldpolitik.

### 4.1 ZIELE UND ALLGEMEINE GRUNDSÄTZE BEI DER AUSGESTALTUNG DES HANDLUNGSRAHMENS

**Geldmarkt und Transmission der Geldpolitik**

Wie in Kapitel 3 dargelegt, spielen die kurzfristigen Geldmarktsätze eine zentrale Rolle bei der Übertragung geldpolitischer Impulse. Durch die Steuerung dieser Sätze übt die Geldpolitik großen Einfluss auf die nominalen kurzfristigen Geldmarktzinsen und – über unterschiedliche Kanäle – auf das Ausgabeverhalten von Unternehmen und privaten Haushalten, auf die monetäre und finanzielle Entwicklung sowie letztlich auf das Preisniveau aus.

**Handlungsrahmen ...**

Zur Erreichung des vorrangigen Ziels der Gewährleistung von Preisstabilität im gesamten Euroraum stützt sich das Eurosystem auf eine Reihe geldpolitischer Instrumente und Verfahren. Diese bilden den Handlungsrahmen für die praktische Umsetzung geldpolitischer Beschlüsse.

**... und geldpolitische Strategie**

Sowohl der Handlungsrahmen als auch die geldpolitische Strategie spielen bei der Durchführung der Geldpolitik eine besondere Rolle. Anhand der Strategie wird bestimmt, welches Niveau die Geldmarktzinssätze aufweisen müssen, um mittelfristig Preisstabilität zu gewähr-

leisten, während der Handlungsrahmen festlegt, wie dieses Zinsniveau mithilfe der zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente und Verfahren erreicht werden kann.

Eine Zentralbank beeinflusst die Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktsätze, indem sie über ihre Leitzinsbeschlüsse Signale hinsichtlich des geldpolitischen Kurses gibt und die Liquiditätsversorgung am Geldmarkt steuert. Als alleinige Emittentin von Banknoten und Mindestreserveguthaben der Banken besitzt die Zentralbank das Monopol zur Bereitstellung 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 durch Kreditinstitute. Diese Posten werden als Verbindlichkeiten in der Bilanz des Eurosystems ausgewiesen. Die Reserveguthaben lassen sich weiter in das Reserve-Soll und die Überschussreserven unterteilen. Im Mindestreservesystem des Eurosystems sind die Geschäftspartner verpflichtet, Mindestreserven bei der jeweiligen nationalen Zentralbank (NZB) zu unterhal-

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

ten (siehe Abschnitt 4.3). Neben diesen vorgeschriebenen Mindestreserven halten die Kreditinstitute in der Regel nur einen geringen Betrag an freiwilligen Überschussreserven beim Eurosystem. In Phasen extremer Spannungen an den Finanzmärkten kann sich indes eine Abweichung von diesem Muster ergeben. Aufgrund ihres Monopols kann eine Zentralbank die Liquiditätsbedingungen am Geldmarkt steuern und die Geldmarktzinssätze beeinflussen. Grob gesagt stellt das Eurosystem hierzu einen bestimmten Betrag an Liquidität zur Verfügung, der es den Kreditinstituten des Eurogebiets ermöglicht, ihren Liquiditätsbedarf zu decken; dies geschieht zu einem Preis, der mit den vom Eurosystem signalisierten geldpolitischen Intentionen, die sich in den festgesetzten Leitzinsen widerspiegeln, im Einklang steht.

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

Eine Zentralbank kann zum einen durch Liquiditätssteuerung die Zinssätze beeinflussen und zum anderen dem Geldmarkt ihren geldpolitischen Kurs signalisieren. Eine Änderung des geldpolitischen Kurses signalisiert die Zentralbank in der Regel, indem sie die Bedingungen, zu denen sie Transaktionen mit Kreditinstituten durchzuführen bereit ist, modifiziert. Am deutlichsten zeigt sich dies an Leitzinsänderungen der Zentralbank.

... und die Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Funktionsweise des Geldmarkts

Bei ihren Geschäften geht es einer Zentralbank auch darum, ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Geldmarkts zu gewährleisten und den Kreditinstituten zu helfen, ihren Liquiditätsbedarf problemlos 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.

Dem Handlungsrahmen des Eurosystems liegen mehrere Leitprinzipien zugrunde. Diese Prinzipien ergänzen und verstärken sich gegenseitig. Der wichtigste Grundsatz ist die operationale Effizienz. Diese ist gegeben, wenn der Handlungsrahmen es erlaubt, dass geldpolitische Beschlüsse so genau und rasch wie möglich auf die kurzfristigen Geldmarktsätze durchzuschlagen. Diese wiederum beeinflussen über die verschiedenen Kanäle des geldpolitischen Transmissionsmechanismus das Preisniveau. Durch operationale Effizienz wird also die Signalisierung und Transmission der Geldpolitik sichergestellt.

Die wichtigsten Grundsätze des Handlungsrahmens sind operationale Effizienz, ...

Was die wirksame Signalisierung der Geldpolitik anbelangt, so muss der Handlungsrahmen eine Trennung zwischen der Festlegung des geldpolitischen Kurses und der Liquiditätssteuerung ermöglichen. Damit gehen insbesondere eine strikte Trennung zwischen geldpolitischen Beschlüssen auf der einen und Liquiditätssteuerungsoperationen auf der anderen Seite einher, wobei Erstere auf die Wahrung stabiler Preise abzielen und Letztere erreichen sollen, dass die Geldmarktzinsen stets in der Nähe des durch den geldpolitischen Kurs vorgegebenen Niveaus liegen.

... Trennung zwischen Formulierung und Durchführung der Geldpolitik ...

Um eine wirksame Übertragung geldpolitischer Impulse zu ermöglichen, muss der Handlungsrahmen mit den Grundsätzen eines marktwirtschaftlichen Systems vereinbar sein, in dem der Wettbewerb maßgeblich zu einer effizienten Ressourcenallokation beiträgt. Dieser Grundsatz ist im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union verankert. In Artikel 127 des AEUV heißt es, dass das Eurosystem bei der Verfolgung seiner Ziele „im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen

... sowie Markt-orientierung

Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb [handelt], wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird“. Ein reibungslos funktionierender Interbankenmarkt ist von zentraler Bedeutung, wenn es darum geht, geldpolitische Impulse, die am sehr kurzen Ende des Geldmarkts ansetzen, auf die Realwirtschaft und die Preisentwicklung zu übertragen.

Weitere wichtige Prinzipien sind die Gleichbehandlung der Finanzinstitute

und die Harmonisierung der Regeln und Verfahren innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Angesichts der euroraumweiten Ausrichtung müssen die Kreditinstitute unabhängig von ihrer Größe und ihrem Standort überall gleich behandelt werden. Diese Harmonisierung von Regeln und Verfahren soll die Gleichbehandlung gewährleisten, indem alle Kreditinstitute im Euroraum zu gleichen Bedingungen Geschäfte mit dem Eurosystem tätigen können.

Weitere Leitprinzipien sind Gleichbehandlung, Harmonisierung, ...

Tabelle 4.1 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems				
Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart <sup>1)</sup>		Laufzeit	Rhythmus
	Liquiditätsbereitstellung	Liquiditätsabschöpfung		
<b>Offenmarktgeschäfte</b>				
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	• Befristete Transaktionen	–	• Eine Woche <sup>2)</sup>	• Wöchentlich
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	• Befristete Transaktionen	–	• Drei Monate	• Monatlich
Feinsteuerungsoperationen	• Befristete Transaktionen • Devisenswaps	• Befristete Transaktionen • Hereinnahme von Termineinlagen • Devisenswaps	• Nicht standardisiert	• Unregelmäßig
Strukturelle Operationen	• Befristete Transaktionen	• Emission von EZB-Schuldverschreibungen	• Standardisiert/nicht standardisiert	• Regelmäßig und unregelmäßig
	• Endgültige Käufe	• Endgültige Verkäufe	–	• Unregelmäßig
<b>Ständige Fazilitäten</b>				
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 Offenmarktgeschäften findet sich in Kasten 4.3.

2) Seit dem 10. März 2004 beträgt die Laufzeit eine Woche. Davor lag sie bei zwei Wochen (siehe Kasten 4.2).

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

Darüber hinaus muss der Handlungsrahmen den Grundsätzen der Einfachheit, Transparenz, Kontinuität, Sicherheit und Wirtschaftlichkeit entsprechen. Einfachheit und Transparenz sorgen dafür, dass die Finanzmarktteilnehmer erkennen können, welche Absichten hinter geldpolitischen Geschäften stehen. Der Grundsatz der Kontinuität zielt darauf ab, häufige und umfangreiche Anpassungen der Instrumente und Verfahren zu vermeiden, sodass die 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 das Prinzip der Wirtschaftlichkeit darauf ausgerichtet ist, die sich aus dem Handlungsrahmen ergebenden Betriebskosten für das Eurosystem und seine Geschäftspartner niedrig zu halten.

... sowie dezentrale Durchführung

Abschließend ist die dezentrale Durchführung der Geldpolitik als ein wichtiger Grundsatz des Eurosystems zu nennen. Dies bedeutet, dass die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der Regel von der EZB koordiniert und von den NZBen abgewickelt werden.

## 4.2 ÜBERBLICK ÜBER DEN HANDLUNGSRAHMEN DES EUROSYSTEMS

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

Offenmarktgeschäfte

Das Eurosystem bedient sich zwei verschiedener Arten von Geschäften – Offenmarktgeschäften und ständiger Fazilitäten. Tabelle 4.1 gibt einen Über-

blick über die wesentlichen Merkmale dieser Operationen. Die größte Bedeutung kommt den Offenmarktgeschäften zu. Sie werden auf Initiative der EZB in der Regel am Geldmarkt durchgeführt. Wie in Abschnitt 2.6 bereits erwähnt, wird mit „Geldmarkt“ der Markt bezeichnet, an dem die Geschäfte im Allgemeinen eine Laufzeit von weniger als einem Jahr haben. Zu den Offenmarktgeschäften gehören Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs), Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen. Sie alle spielen eine wichtige Rolle bei der Zinssatzsteuerung, der Signalisierung des geldpolitischen Kurses und der Steuerung der Liquiditätsbedingungen für den Bankensektor des Euroraums.

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

Hauptrefinanzierungsgeschäfte

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

Befristete Transaktionen



### I. Geschäftspartner

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems ist so konzipiert, 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-Währungsgebiet sichergestellt ist und gewährleistet wird, dass die Geschäftspartner gewisse operationale und aufsichtsrechtliche Anforderungen erfüllen. Die allgemeinen Zulassungskriterien gelten einheitlich im gesamten Euroraum.

Um als Geschäftspartner zugelassen zu werden, muss ein Kreditinstitut in das Mindestreservesystem des Eurosystems einbezogen sein, zumindest einer Form der auf EU- bzw. EWR-Ebene harmonisierten Aufsicht durch nationale Behörden unterliegen und wirtschaftlich solide sein. Wirtschaftlich solide Institute, die im Eurogebiet tätig sind und einer nicht harmonisierten Aufsicht durch zuständige nationale Behörden unterliegen, können ebenfalls als Geschäftspartner zugelassen werden, wenn ein mit der harmonisierten EU/EWR-Aufsicht vergleichbarer Standard gegeben ist (z. B. im Euroraum ansässige Niederlassungen von Instituten mit Sitz außerhalb des EWR). 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 Januar 2011 waren 6 334 Kreditinstitute im Eurogebiet ansässig. Die operationalen Kriterien für eine Teilnahme an den Offenmarktgeschäften erfüllten jedoch nur 2 267, die für den Zugang zur Spitzenrefinanzierungsfazilität nur 2 395 und die für den Zugang zur Einlagefazilität nur 2 789 Institute.

Die Zahl der tatsächlich an Offenmarktgeschäften teilnehmenden Geschäftspartner ist in der Regel sehr viel niedriger als die der zugelassenen Geschäftspartner. Im zweiten Halbjahr 2010 beteiligten sich durchschnittlich 145 Geschäftspartner an den Tendern für die HRGs. An den LRGs nahmen im Durchschnitt 94 Geschäftspartner teil.

Das Eurosystem kann eine begrenzte Anzahl von Geschäftspartnern zur Teilnahme an Feinsteuerungsoperationen auswählen. Devisenswapgeschäfte, die geldpolitischen Zwecken dienen, werden im Eurosystem mit devisenmarktaktiven gebietsansässigen Instituten abgeschlossen.

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 teilnehmen; dies geschieht über die NZB des Mitgliedstaats, in dem das Institut niedergelassen ist. Wenn ein Kreditinstitut Niederlassungen (Hauptverwaltung oder 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.

Auf der Basis vertraglicher oder öffentlich-rechtlicher Regelungen der jeweiligen NZB oder der EZB kann das Eurosystem aufgrund von Risikoerwägungen den Zugang von Geschäftspartnern zu den geldpolitischen Instrumenten vorübergehend oder dauerhaft ausschließen oder einschränken.

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 erheblich von den engen Kontakten, die die NZBen über Jahrzehnte zu ihren Geschäftspartnern vor Ort aufgebaut haben.

## **2. Sicherheiten**

Die liquiditätszuführenden Geschäfte des Eurosystems erfolgen auf Basis eines breiten Spektrums an Aktiva, die von den Geschäftspartnern als Sicherheiten für ihre Kreditgeschäfte verwendet werden können. Laut Artikel 18.1 der ESZB-Satzung, dem zufolge die EZB und die NZBen auf den Finanzmärkten tätig werden können, indem sie Finanzaktiva endgültig oder im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kaufen und verkaufen, sind für alle Kreditgeschäfte des Eurosystems ausreichende Sicherheiten zu stellen.

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

Das Eurosystem hat einen einheitlichen Rahmen für notenbankfähige Sicherheiten geschaffen, der für alle Kreditgeschäfte des Eurosystems gilt. Dieser einheitliche Rahmen (einheitliches Sicherheitenverzeichnis) trat am 1. Januar 2007 in Kraft und ersetzte das aus zwei Kategorien bestehende System, das seit Beginn der dritten Stufe der WWU verwendet wurde.

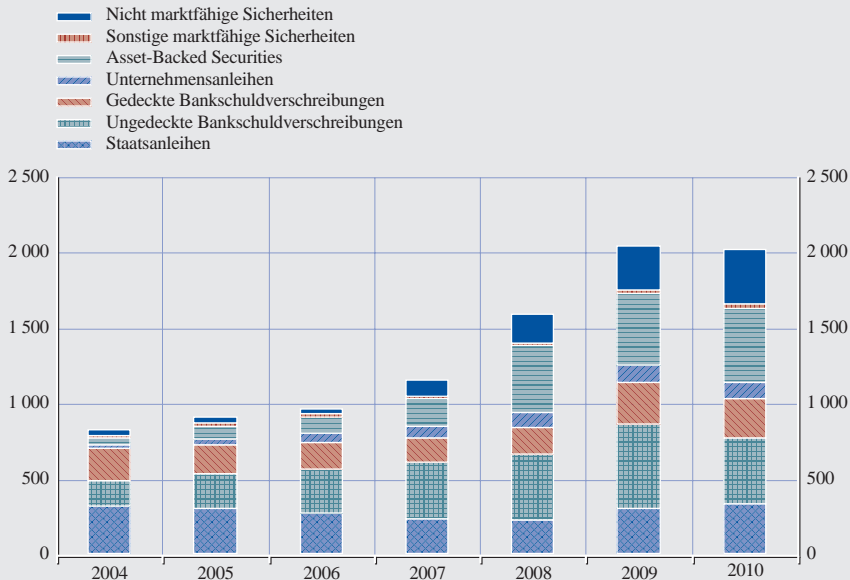
Der einheitliche Rahmen umfasst zwei Kategorien von Sicherheiten, nämlich marktfähige und nicht marktfähige Schuldtitel. Im Hinblick auf die Eignung der Sicherheiten für die verschiedenen geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems erfolgt zwischen den beiden Arten von Sicherheiten keine Unterscheidung (außer dass das Eurosystem bei endgültigen Käufen bzw. Verkäufen die Verwendung nicht marktfähiger Sicherheiten ausschließt). Die notenbankfähigen Sicherheiten für geldpolitische Operationen des Eurosystems können auch zur Besicherung von Innertageskrediten genutzt werden. Die Zulassungskriterien für die beiden Kategorien von Sicherheiten sind im gesamten Euro-Währungsgebiet gleich.

Abbildung 4.1 zeigt, dass sich der Gesamtwert der hinterlegten Sicherheiten von 2007 bis 2009 deutlich erhöht hat. Dieser Anstieg dürfte zu einem großen Teil die in diesem Zeitraum herrschenden Spannungen an den Finanzmärkten widerspiegeln. Der höchste Zuwachs war bei strukturierten Finanzprodukten wie Asset-Backed Securities

und gedeckten Schuldverschreibungen zu verzeichnen, die fast 40 % der insgesamt hinterlegten Sicherheiten ausmachten.

**Abbildung 4.1 Aufschlüsselung der als Sicherheiten hinterlegten Aktiva**

(in Mrd € Jahresdurchschnittswerte)



Quelle: EZB.

Die Geschäftspartner des Eurosystems können notenbankfähige Sicherheiten grenzüberschreitend nutzen, d. h., sie können sich bei der Zentralbank des Mitgliedstaats, in dem sie niedergelassen sind, refinanzieren und dafür in einem anderen Mitgliedstaat hinterlegte Sicherheiten verwenden.

### 3. Maßnahmen zur Risikokontrolle

Alle für Kreditgeschäfte des Eurosystems zugelassenen Sicherheiten unterliegen speziellen Maßnahmen zur Risikokontrolle, um das Eurosystem in dem Fall vor finanziellen Verlusten zu schützen, dass die hereingenommenen Sicherheiten aufgrund des Ausfalls eines Geschäftspartners verwertet (d. h. verkauft) werden müssen.

Das Eurosystem führt spezielle Maßnahmen zur Risikokontrolle durch, die sich jeweils nach der Art der vom Geschäftspartner angebotenen Sicherheit richten. Die EZB legt fest, welche Maßnahmen bei marktfähigen und bei nicht marktfähigen Sicherheiten angemessen sind. Die Risikokontrollmaßnahmen sind im Euro-Währungsgebiet weitgehend harmonisiert, um einheitliche, transparente und gleiche Bedingungen für alle Arten notenbankfähiger Sicherheiten zu gewährleisten.

Zu den Risikokontrollmaßnahmen gehören auch Bewertungsabschläge, d. h., der Wert einer Sicherheit wird als deren Marktwert abzüglich eines bestimmten Prozentsatzes (des Abschlags) berechnet. Das Eurosystem verlangt darüber hinaus, dass der

um den Bewertungsabschlag bereinigte Marktwert der Sicherheiten während der gesamten Laufzeit der Transaktion aufrechtzuerhalten ist. Zu diesem Zweck kommen Schwankungsmargen (Marktpreisbewertung) zum Einsatz. Schließlich sind im Zusammenhang mit den Risikokontrollmaßnahmen noch die Obergrenzen für die Verwendung unbesicherter Schuldtitel zu nennen.

Das Eurosystem kann zusätzliche Risikokontrollmaßnahmen einführen, wenn dies zur Gewährleistung einer angemessenen Risikoabsicherung erforderlich ist. Aufgrund von Risikoerwägungen kann es Vermögenswerte, die von bestimmten Geschäftspartnern als Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems gestellt wurden, ablehnen, deren Nutzung einschränken oder zusätzliche Abschläge auf diese Vermögenswerte vornehmen.

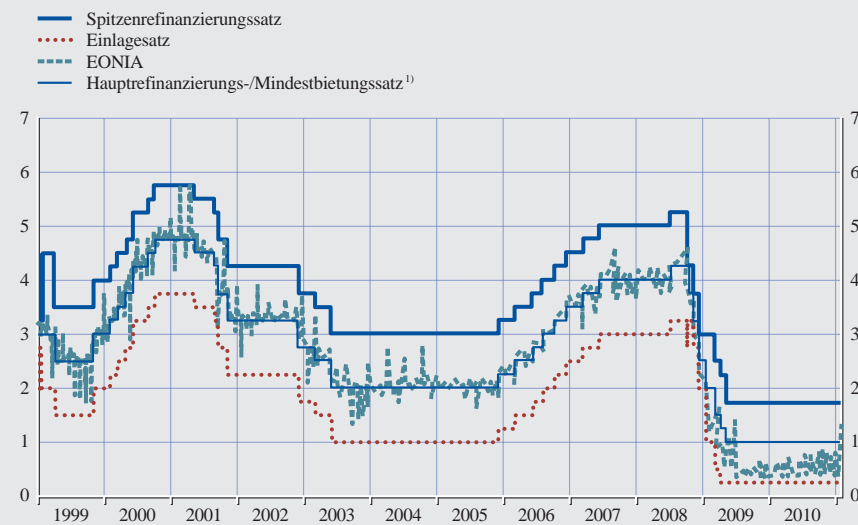
### Ständige Fazilitäten

Zur Steuerung der kurzfristigen Zinssätze am Geldmarkt und insbesondere zur Begrenzung ihrer Volatilität bietet das Eurosystem seinen Geschäftspartnern außerdem zwei ständige Fazilitäten an, und zwar die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität. Beide Fazilitäten können von den Geschäftspartnern auf eigene Initiative über Nacht

in Anspruch genommen werden. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität ist in der Regel deutlich höher und der Zinssatz für die Einlagefazilität in der Regel deutlich niedriger als der entsprechende Geldmarktsatz. Infolgedessen nutzen die Kreditinstitute die ständigen Fazilitäten normalerweise nur, wenn sie keine anderen Möglich-

Abbildung 4.2 EZB-Leitzinsen und EONIA seit 1999

(in % p. a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

1) Vor dem 28. Juni 2000 wurden die HRGs als Mengentender durchgeführt. Beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abgewickelten Geschäft wurden sie dann bis zu dem am 15. Oktober 2008 abgewickelten Geschäft als Zinstender mit einem vorab bekannt gegebenen Mindestbietungssatz ausgeschrieben. Seit dem am 15. Oktober 2008 abgewickelten Geschäft werden HRGs als Mengentender mit vollständiger Zuteilung durchgeführt. Dieses Verfahren soll mindestens bis zum Ablauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 12. Juli 2011 beibehalten werden. Der Mindestbietungssatz ist der Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können (siehe Abschnitt 4.4).

keiten haben. Da der Zugang zu diesen Fazilitäten (abgesehen von den geforderten Sicherheiten bei der Spitzenrefinanzierungsfazilität) keinen Beschränkungen unterliegt, bilden der Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Zinssatz der Einlagefazilität im Allgemeinen die Ober- bzw. Untergrenze des Tagesgeldsatzes am Geldmarkt. Diese Instrumente werden in Abschnitt 4.5 ausführlicher erläutert.

**Zinskorridor abgesteckt durch die ständigen Fazilitäten**

Durch die Festsetzung der Zinssätze für die ständigen Fazilitäten bestimmt der EZB-Rat somit den Korridor, innerhalb dessen der Tagesgeldsatz am Geldmarkt schwanken kann. Abbildung 4.2 zeigt die Entwicklung der Leitzinsen der EZB seit Januar 1999 sowie die durch die Zinssätze für die ständigen Fazilitäten gebildete Ober- und Untergrenze des Tagesgeldsatzes, der auf Basis des Euro Overnight Index Average (EONIA) bestimmt wird.

**EONIA, Leitzinsen der EZB und Mindestreservesystem**

Wie aus Abbildung 4.2 ersichtlich ist, lag der EONIA unter normalen Bedingungen meist in der Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes, was die große Bedeutung der HRGs als wichtigstes geldpolitisches Instrument des Eurosystems unterstreicht. Diese Entwicklung fand im Oktober 2008 ein Ende, als das Eurosystem Sondermaßnahmen ergriff, um den negativen Auswirkungen der sich verschärfenden Finanzkrise zu begegnen (siehe Kasten 5.1 und Kapitel 5). In Abbildung 4.2 ist außerdem zu erkennen, dass der EONIA gelegentliche Ausschläge aufweist. Diese stehen im Zusammenhang mit dem Mindestreservesystem des Eurosystems, auf das in Abschnitt 4.3 näher eingegangen wird.

Abbildung 4.2 zeigt zudem, dass der Zinsabstand zwischen den ständigen Fazilitäten und den Hauptrefinanzierungsgeschäften von April 1999 bis

Oktober 2008 unverändert gehalten wurde ( $\pm 1$  Prozentpunkt). Der Korridor wurde dann vorübergehend auf  $\pm 0,5$  Prozentpunkte verengt und im Mai 2009, als der EZB-Rat den Satz für die HRGs auf 1,0 % festlegte, auf  $\pm 0,75$  Prozentpunkte wieder ausgeweitet.

### 4.3 MINDESTRESERVEN

Die wichtigste Funktion des Mindestreservesystems ist die Stabilisierung der Geldmarktsätze, die über die Durchschnittserfüllung gewährleistet wird. 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, die innerhalb derselben Mindestreserve-Erfüllungsperiode entstehen, ausgeglichen werden können.

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

**Stabilisierung der Geldmarktsätze**

Während der Erfüllungsperiode funktioniert die Durchschnittserfüllung reibungslos. Am Ende der Periode müssen die Banken das Mindestreserve-Soll jedoch erfüllen und können einen Liquiditätsüberschuss oder -fehlbetrag nicht mehr in die Zukunft verschieben. Dies erklärt die in Abbildung 4.2 erkennbaren Spitzen in der Entwicklung des EONIA gegen Ende einer jeden Erfüllungsperiode.

**Vergrößerung  
der strukturellen  
Liquiditäts-  
knappheit**

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.

### Grundzüge des Mindestreservesystems

Die EZB verlangt von den Kreditinstituten des Euro-Währungsgebiets, auf Girokonten bei den NZBen Pflichteinlagen zu unterhalten: Diese werden als Mindestreserven oder Mindestreserve-Soll bezeichnet.<sup>8</sup> Die Höhe der von jedem Institut zu unterhaltenden Mindestreserven richtet sich nach der jeweiligen Mindestreservebasis. Sie ist in Relation zu bestimmten Bilanzposten definiert. In Tabelle 4.2 sind die wichtigsten Verbindlichkeiten aufgeführt, die in die Mindestreservebasis einbezogen werden.<sup>9</sup>

**Mindestreserve-  
Soll und  
Mindestreserve-  
basis**

Das Mindestreserve-Soll eines Instituts wird durch Multiplikation der Mindestreservebasis mit einem Mindestreservesatz ermittelt. Die EZB wendet auf den überwiegenden Teil der in der Mindestreservebasis enthaltenen Bilanzposten einen einheitlichen positiven Reserve-

**Mindest-  
reservesatz**

**Tabelle 4.2 In die Reservebasis einbezogene Verbindlichkeiten der Kreditinstitute**

(Bestände Ende Januar 2011; in Mrd €)

**(A) Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 2 %**

Einlagen (einschließlich täglich fälliger Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren)	9 840,2
Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren (einschließlich Geldmarktpapieren)	651,6
Zwischensumme (A)	10 491,8

**(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)	2 780,6
Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren	4 356,0
Repogeschäfte	1 395,8
Zwischensumme (B)	8 532,4
<b>Reservebasis insgesamt (A)+(B)</b>	<b>19 024,1</b>

Quelle: EZB.

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditinstituten, die im Verzeichnis der dem Mindestreservesystem des Eurosystems unterliegenden Institute geführt werden, sowie Verbindlichkeiten gegenüber der EZB und den NZBen werden nicht in die Mindestreservebasis einbezogen.

satz an. Er wurde zu Beginn der dritten Stufe der WWU auf 2 % festgesetzt. Die meisten kurzfristigen Verbindlichkeiten in den Bilanzen der Kreditinstitute unterliegen einem positiven Mindestreservesatz. Tabelle 4.2 zeigt jedoch, dass der positive Mindestreservesatz weder für langfristige Verbindlichkeiten noch für Repogeschäfte gilt.

**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 im Fall eines sehr geringen Mindestreserve-Solls reduziert werden.

Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode beginnt jeweils am Abwicklungstag des ersten HRG, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist, und endet am Tag vor dem entsprechenden Abwicklungstag im Folgemonat. Bis März 2004 galt ein anderer Zeitrahmen (siehe Kasten 4.2). Um die Kreditinstitute bei der Planung ihres Reservemanagements zu unterstützen, veröffentlicht die EZB drei Monate vor Beginn eines Jahres – zeitgleich mit einem unverbindlichen Zeitplan für die HRGs – einen Kalender für die Mindestreserve-Erfüllungsperioden in dem betreffenden Kalenderjahr.

**Durchschnittserfüllung** Zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht müssen Kreditinstitute Guthaben auf ihren Girokonten bei den NZBen unterhalten. Dabei erlaubt das Mindestreservesystem des Eurosystems den Geschäftspartnern, von der Durchschnittserfüllung Gebrauch zu machen. Dies bedeutet, dass sich die Erfüllung der Mindestreservepflicht nach den tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthaben des Kreditinstituts innerhalb einer rund einmonatigen Erfüllungsperiode bemisst.

Das Eurosystem ist bestrebt zu 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 HRGs während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage) (siehe auch Abschnitt 4.4). Da die marginalen Tendersätze in der Regel sehr

#### 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 das Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den HRGs durch massive Spekulationen über eine bevorstehende Zinsänderung beeinflusst wurde. Im Frühjahr 2000, als vermehrt mit steigenden Leitzinsen der EZB gerechnet wurde, reichten die Geschäftspartner oftmals bei den damals als Mengentender ausgeschriebenen HRGs zunehmend umfangreiche Gebote ein (was zu sogenannten Überbietungen führte). Analog dazu bewirkte eine erwartete Senkung der EZB-Leitzinsen mitunter, dass die von den Geschäftspartnern abgegebenen Gebote den zur Erfüllung des Reserve-Solls erforderlichen Betrag insgesamt unterschritten (Unterbietung).

Beide Probleme hingen hauptsächlich damit zusammen, dass die Laufzeit der Mindestreserve-Erfüllungsperioden – sie begannen am 24. Kalendertag eines Monats und endeten am 23. Kalendertag des Folgemonats – von den Sitzungsterminen des

EZB-Rats, bei denen Änderungen der Leitzinsen beschlossen wurden, losgelöst waren. Somit konnten im Laufe einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode Änderungen an den EZB-Leitzinsen vorgenommen werden. Zudem hatte die (zweiwöchige) Laufzeit der wöchentlichen HRGs zur Folge, dass zumindest das letzte Geschäft jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode in die folgende Erfüllungsperiode hineinreichte. Deshalb konnte das Bietungsverhalten bei den am Ende einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode durchgeführten HRGs von erwarteten Leitzinsänderungen in der nächsten Erfüllungsperiode beeinflusst werden.

Der EZB-Rat beschloss deshalb zwei Maßnahmen, die im März 2004 in Kraft traten und verhindern sollten, dass Zinsänderungsspekulationen innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode die Bedingungen am ganz kurzen Ende des Geldmarkts beeinflussen: a) der Zeitrahmen der Mindestreserve-Erfüllungsperioden wurde modifiziert und b) die Laufzeit der HRGs auf eine Woche verkürzt. Im Einzelnen wurde entschieden, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperioden am Abwicklungstag des ersten HRG nach der Sitzung des EZB-Rats, in der die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist, beginnen und am Tag vor dem entsprechenden Abwicklungstag im Folgemonat enden sollten. Durch die direkte Kopplung des Beginns einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode an den Sitzungstermin des EZB-Rats sollte sichergestellt werden, dass im Allgemeinen nicht mit einer Änderung der EZB-Leitzinsen innerhalb dieser Mindestreserve-Erfüllungsperiode gerechnet werden konnte. Die Verkürzung der Laufzeit der HRGs sollte verhindern, dass Zinsspekulationen von einer Erfüllungsperiode auf die nächste übergreifen. Ziel beider Maßnahmen war es, zur Stabilisierung der Bedingungen beizutragen, unter denen die Kreditinstitute bei den HRGs bieten.

nahe bei den kurzfristigen Geldmarktzinsen liegen, werden die Mindestreserven normalerweise marktnah verzinst.

Abbildung 4.3 zeigt ein Beispiel für die Berechnung des Mindestreserve-Solls des Eurosystems. Dabei wird die aggregierte Mindestreservebasis der Kreditinstitute auf der Grundlage ihrer Bilanzverbindlichkeiten per 31. Mai 2007 ermittelt. Das aggregierte Mindestreserve-Soll für die im übernächsten Kalendermonat beginnende Mindestreserve-Erfüllungsperiode (in diesem Fall die Erfüllungsperiode vom 11. Juli 2007 bis zum 7. August) wird durch Anwendung des Mindestreservesatzes von 2 % auf die entsprechende Mindestreservebasis von 9 588 Mrd € und Abzug des aggregierten Freibetrags von 0,5 Mrd € berechnet. Die dunkelblaue Linie in Abbildung 4.3 zeigt, wie sich die Bestimmungen über die Durchschnittser-

füllung im Mindestreservesystem des Eurosystems auswirken. Die Mindestreserveguthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute können frei um das Mindestreserve-Soll schwanken, doch müssen in der Gesamtbetrachtung der Erfüllungsperiode die durchschnittlichen Guthaben auf den Girokonten mindestens dem Reserve-Soll entsprechen. In diesem Beispiel beliefen sich die aggregierten Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute beim Eurosystem auf durchschnittlich 192,0 Mrd € d. h., es wurden über das aggregierte Reserve-Soll von 191,3 Mrd € hinaus freiwillige Überschussguthaben in Höhe von 0,7 Mrd € gehalten.

#### 4.4 OFFENMARKTGESCHÄFTE

Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems lassen sich entsprechend ihrer Zielsetzung, der Häufigkeit ihrer Durch-

#### Berechnung des Mindestreserve- Solls

#### Vier Kategorien von Offenmarkt- geschäften



führung und den jeweils angewandten Verfahren in folgende vier Kategorien unterteilen: Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs), Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen (siehe Tabelle 4.1 und Kasten 4.3).

### Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Wie bereits erwähnt, sind HRGs die wichtigsten Offenmarktgeschäfte des Eurosystems. 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 im Normalfall auch der Großteil der Liquidität bereitgestellt. Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden dezentral von den NZBen durchgeführt.

HRGs sind liquiditätszuführende Geschäfte, die wöchentlich durchgeführt werden. Sie haben in der Regel eine Laufzeit von einer Woche (vor März 2004 betrug die Laufzeit dieser Geschäfte zwei Wochen, siehe Kasten 4.2). Die Laufzeiten der HRGs und LRGs können mitunter auch variieren, etwa wegen unterschiedlicher Bankfeiertage in den Mitgliedstaaten.

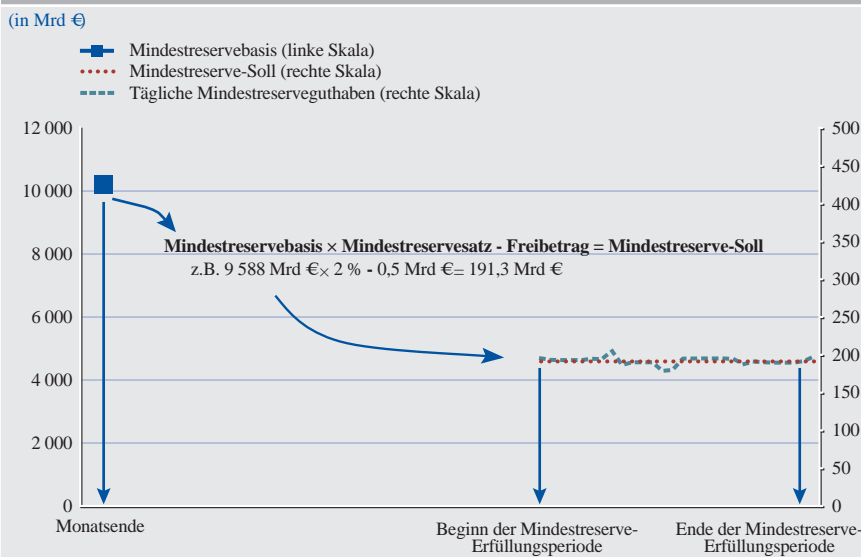
Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden über Standardtender durchgeführt. Innerhalb des Handlungsrahmens des Eurosystems sind Standardtender Geschäfte, die nach einem im Voraus angekündigten Zeitplan und innerhalb von 24 Stunden von der Tenderankündigung bis zur Bestätigung des Zuteilungsergebnisses vorgenommen werden. An diesen Geschäften können alle Geschäftspartner teilnehmen, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfül-

Häufigkeit und Laufzeit

Standardtender

Funktionen der HRGs

Abbildung 4.3 Die Funktionsweise des Mindestreservesystems des Eurosystems



Quelle: EZB.

Anmerkung: Das Beispiel basiert auf den Daten für die letzte Mindestreserve-Erfüllungsperiode vor Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen im August 2007, d. h. für den Zeitraum vom 11. Juli bis zum 7. August 2007. Während der Phase der Finanzmarktspannungen änderte sich das Verhalten der Marktteilnehmer, die nun bestrebt waren, der Mindestreservepflicht frühzeitig nachzukommen.

len. 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 Ersterem gibt die EZB den Zinssatz vor, und die Teilnehmer geben Gebote über den Betrag ab, den sie bereit sind, zu diesem Festsatz zu kaufen bzw. zu verkaufen. Beim Zinstender geben die Geschäftspartner Gebote sowohl über den Betrag als auch den Zinssatz ab, zu dem sie Geschäfte mit den NZBen abschließen möchten. Die Geschäftspartner sind berechtigt, mehrere verschiedene Zinsgebote abzugeben. Aus jedem Gebot muss hervorgehen, in welcher Höhe sie zu dem jeweiligen Zinssatz Geschäfte 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 bereitzustellenden Liquidität. Bei einem Mengentender bedeutet dies im Allgemeinen eine Pro-rata-Zuteilung an die teilnehmenden Banken, welche sich aus dem Verhältnis zwischen Gesamtbietungsaufkommen und Gesamtzuteilungsbetrag ergibt. Bei einem Zinstender werden die Gebote mit den höchsten Zinssätzen zuerst bedient und danach die Gebote mit den nächst 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 berücksichtigt. Der Zuteilungssatz ist gleich dem bei der individuellen Bietung jeweils angebote-

nen Zinssatz. In Ausnahmesituationen kann die EZB beschließen, den Gesamtbetrag der von den Geschäftspartnern nachgefragten Liquidität zuzuteilen, d. h. alle Gebote vollständig zu bedienen. Dieses Vollzuteilungsverfahren wurde in der im Jahr 2007 einsetzenden Phase der akuten Finanzmarktspannungen eingeführt.

Von Anfang 1999 bis Juni 2000 führte das Eurosystem seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender durch. Ab dem 27. Juni 2000 wurden die HRGs als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren abgewickelt. Seit dem am 15. Oktober 2008 realisierten Geschäft erfolgen HRGs als Mengentender mit vollständiger Zuteilung. Grund für die Änderung im Jahr 2000 war die massive „Überbietung“ bei den als Mengentender ausgeschrieben Hauptrefinanzierungsgeschäften, die das Ergebnis der großen und anhaltenden Differenz zwischen den Geldmarktsätzen und dem Festsatz der HRGs zu Beginn des Jahres 2000 war. Dieser Abstand war seinerseits weitgehend darauf zurückzuführen, dass – insbesondere im Frühjahr 2000 – am Markt weitere Anhebungen der EZB-Leitzinsen erwartet wurden. Aufgrund der Differenz zwischen den Marktzinssätzen und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB war es für die Banken äußerst attraktiv, sich Gelder von der Zentralbank zu beschaffen, was zu sehr hohen Geboten der Banken führte. Bei einem Zinstender besteht dagegen für die Banken kein Anreiz zu Überbietungen, da sie einen höheren Preis zahlen müssten, wollten sie mehr Liquidität erhalten.

Zinstender mit einem Mindestbietungssatz erwiesen sich allerdings in anderer Hinsicht als problematisch. In einigen Fällen lag der Gesamtbetrag

#### Tenderverfahren seit 1999

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 vom März 2004 zu ändern (siehe Kasten 4.2). Im Oktober 2008 wurde zeitlich begrenzt für sämtliche Refinanzierungsgeschäfte ein Mengentender mit Vollzuteilung eingeführt (siehe Kasten 5.1). Damit sollten die aufgrund der Störung des Geldmarkts angespannte Liquiditätslage solventer Banken im Euroraum verbessert und der Kreditfluss an Unternehmen und private Haushalte gestärkt werden.

#### Veröffentlichung des Liquiditäts- bedarfs

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

#### Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

**LRGs** Neben den wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften führt das Eurosystem auf monatlicher Basis längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten durch. Das Eurosystem kann darüber hinaus zusätzliche LRGs mit anderen Laufzeiten (z. B. von einer Erfüllungsperiode, sechs oder zwölf Monaten) anbieten (siehe Kasten 5.1). Mit diesen Geschäften soll dem Bankensystem längerfristige Liquidität zur Verfügung gestellt und damit verhindert werden, dass die gesamte Liquidität am Geldmarkt jede Woche umgeschlagen

werden muss. Gleichzeitig sollen sie den Geschäftspartnern Zugang zu längerfristigen Finanzierungsmitteln verschaffen. Wie die HRGs werden auch LRGs dezentral als Standardtender durchgeführt, und alle Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, können sich an ihnen beteiligen (siehe Kasten 4.1).

Da es nicht als wünschenswert erachtet wurde, dass das Eurosystem die Geldmarktsätze an mehr als einer Stelle des Laufzeitenspektrums beeinflusst, wurden die LRGs so gestaltet, dass das Eurosystem bei diesen Geschäften als Preisnehmer auftritt. Um das durch die HRGs gesetzte Signal nicht zu verzerren, werden LRGs für gewöhnlich als Zinstender mit vorgegebenem Zuteilungsvolumen ausgeschrieben. Der EZB-Rat gibt das Volumen, das in den nächsten Tendern zugeteilt werden soll, normalerweise im Voraus bekannt. In Ausnahmefällen kann das Eurosystem LRGs auch als Mengentender durchführen und die Bedienung aller Gebote in diesem Geschäft (Vollzuteilung) beschließen (siehe Kasten 5.1).

#### Feinststeuerungsoperationen

Das Eurosystem kann Offenmarktgeschäfte auch auf Ad-hoc-Basis, d. h. in Form von Feinststeuerungsoperationen, durchführen. Häufigkeit und Laufzeit solcher Geschäfte sind nicht standardisiert. Mit Feinststeuerungsoperationen kann Liquidität abgeschöpft oder auch zugeführt werden. Sie dienen der Liquiditätssteuerung am Geldmarkt sowie der Steuerung der Zinssätze, insbesondere um die Zinswirkung unerwarteter Liquiditätsschwankungen am Markt abzufedern. Feinststeuerungsoperationen können am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode durchgeführt werden, um

#### Das Eurosystem als Preisnehmer

#### Feinststeuerungs- operationen

Liquiditätsungleichgewichten entgegenzuwirken, die sich möglicherweise seit der Zuteilung des letzten Hauptrefinanzierungsgeschäfts aufgebaut haben. Die Feinsteuerung erfolgt in erster Linie über befristete Transaktionen, kann aber auch in Form von Devisenswapgeschäften oder über die Hereinnahme von Termineinlagen realisiert werden (siehe Kasten 4.3).

### **Kasten 4.3 Arten von Offenmarktgeschäften**

Befristete Transaktionen sind das Hauptinstrument der Offenmarktgeschäfte des Eurosystems und können für alle Arten liquiditätszuführender Offenmarktgeschäfte verwendet werden. Daneben stehen dem Eurosystem vier weitere Instrumente für Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen zur Verfügung: endgültige Käufe bzw. Verkäufe, die Emission von EZB-Schuldverschreibungen, Devisenswapgeschäfte und die Hereinnahme von Termineinlagen (siehe Tabelle 4.1).

#### **1. Befristete Transaktionen**

Als befristete Transaktionen werden Geschäfte bezeichnet, bei denen das Eurosystem notenbankfähige Sicherheiten im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kauft bzw. verkauft oder bei denen es Kreditgeschäfte gegen Verpfändung notenbankfähiger Sicherheiten durchführt. Befristete Transaktionen kommen bei Hauptrefinanzierungsgeschäften und längerfristigen Refinanzierungsgeschäften zum Einsatz. Darüber hinaus kann sich das Eurosystem für Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen befristeter Transaktionen bedienen.

Bei befristeten Transaktionen in Form von Pensionsgeschäften (Repogeschäften) entspricht die Differenz zwischen dem Kauf- und dem Rückkaufspreis den Zinsen, die über die Laufzeit des Geschäfts für den aufgenommenen oder bereitgestellten Betrag anfallen, d. h., der Rückkaufspreis schließt die zu zahlenden Zinsen ein. Im Fall befristeter Transaktionen in Form von besicherten Krediten 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 notenbankfähige Sicherheiten endgültig am Markt kauft oder verkauft.

#### **3. Devisenswapgeschäfte**

Devisenswapgeschäfte, die aus geldpolitischen Gründen getätigt werden, beinhalten die gleichzeitige Durchführung einer Kassa- und einer Termintransaktion in Euro gegen Fremdwährung. Sie werden zur Feinsteuerung 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 durch die NZB des Mitgliedstaats, in dem der Geschäftspartner niedergelassen ist, anbieten.

#### **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.

### Schnelltender und bilaterale Geschäfte

Aufgrund ihrer Zweckbestimmung werden Feinsteuerungsoperationen in der Regel über Schnelltender abgewickelt. Diese werden innerhalb einer Stunde von der Tenderankündigung bis zur Bestätigung des Zuteilungsergebnisses durchgeführt. Feinsteuerungsoperationen können auch als bilaterale Geschäfte erfolgen, bei denen das Eurosystem eine Transaktion ohne Tenderverfahren mit einer begrenzten Anzahl von Geschäftspartnern abwickelt.

### Hohes Maß an Flexibilität

Da bei unerwarteten Marktentwicklungen möglicherweise rasch gehandelt werden muss, ist es für das Eurosystem wichtig, seine Feinsteuerungsoperationen so auszugestalten, dass sie ein hohes Maß an Flexibilität gewährleisten. Feinsteuerungsmaßnahmen werden im Allgemeinen dezentral von den NZBen durchgeführt, doch kann der EZB-Rat in Ausnahmesituationen beschließen, dass die EZB bilaterale Feinsteuerungsoperationen selbst vornimmt. Aus operationalen Gründen kann nur eine begrenzte Anzahl ausgewählter Geschäftspartner an Feinsteuerungsoperationen teilnehmen. Um während der Finanzmarktkrise den Zugang zu diesen Geschäften zu erleichtern, wurde das Verzeichnis der für Feinsteuerungsoperationen zugelassenen Geschäftspartner von rund 140 auf etwa 2 000 erweitert.

### Strukturelle Operationen

#### Strukturelle Operationen

Der geldpolitische Handlungsrahmen gibt dem Eurosystem auch die Möglichkeit, sich struktureller Operationen zu bedienen. Diese Transaktionen erfolgen auf Initiative der EZB, um die strukturelle Liquiditätsposition des Eurosystems gegenüber dem Finanzsektor, d. h. die Liquidität am Markt auf längere Sicht, anzupassen. Strukturelle Operationen können über befristete Transaktionen, endgültige Käufe bzw. Verkäufe

oder die Emission von EZB-Schuldverschreibungen durchgeführt werden (siehe Kasten 4.3).

Grundsätzlich sind strukturelle Operationen entweder liquiditätszuführend oder liquiditätsabschöpfend und werden in regelmäßigen oder unregelmäßigen Abständen vorgenommen. Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen oder im Wege der Emission von Schuldtiteln werden in der Regel über Standardtender durchgeführt. Strukturelle Operationen mittels endgültiger Käufe bzw. Verkäufe erfolgen normalerweise im Wege bilateraler Geschäfte.

## 4.5 STÄNDIGE FAZILITÄTEN

Wie bereits erwähnt, setzt das Eurosystem die Geldpolitik auch durch die Festlegung der Zinssätze für seine ständigen Fazilitäten um. Die ständigen Fazilitäten dienen dazu, Übernachtliquidität auf Initiative der Geschäftspartner bereitzustellen oder abzuschöpfen. Zugelassene Geschäftspartner können zwei ständige Fazilitäten in Anspruch nehmen: die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität. Im Normalfall besteht für die Banken wenig Anreiz, ständige Fazilitäten zu nutzen, weil die dafür geltenden Zinssätze in der Regel ungünstiger als die Marktzinsen sind.

Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität sind ...

Abbildung 4.4(a) veranschaulicht die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten von Januar 1999 bis August 2008. Vor dem Beginn der Finanzmarkturbulenzen im August 2007 lag diese weitgehend unter 1 Mrd € dies zeigt, dass die ständigen Fazilitäten vorwiegend dazu dienen, in Ausnahmesituationen Liquidität bereitzustellen oder abzuschöpfen. Abbildung 4.4(b) verdeutlicht, dass die Verwendung der ständigen Fazilitäten während der

... wichtig in Ausnahmefällen ...

Finanzkrise sprunghaft zunahm, da zahlreiche Banken es vorzogen, mehr Zentralbankreserven als benötigt vorzuhalten und die zusätzlichen Reserven in die Einlagefazilität zu legen, anstatt sie zur Kreditvergabe an andere Banken zu nutzen. Grund für dieses Verhalten waren unter anderem die Unsicherheit und das wahrgenommene Kontrahentenausfallrisiko. Durch die im Oktober 2008 eingeführte Vollzuteilung entsprach der Gesamtwert der vom Euro-

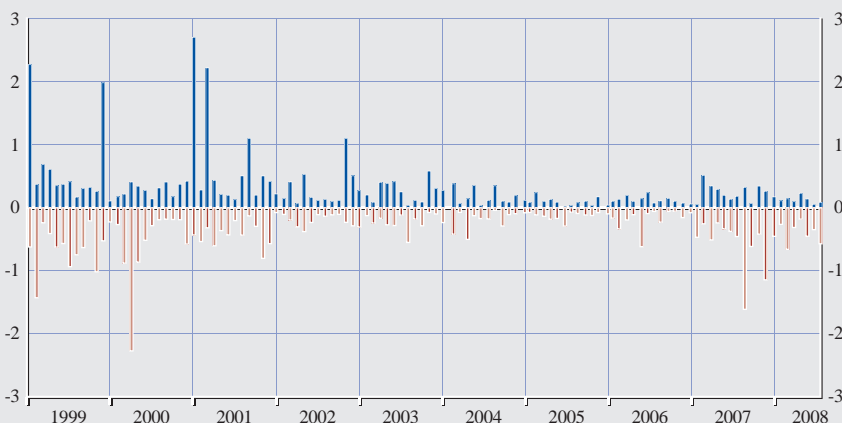
system bereitgestellten Liquidität der Summe der von den einzelnen Banken beantragten Mittel. Da der Gesamtbetrag der von den Banken nachgefragten Mittel den Liquiditätsbedarf des Bankensystems in dieser Zeit überstieg, wurde die überschüssige Liquidität der Einlagefazilität zugeführt. Dies deutet zum einen auf eine Liquiditätshortung aus Vorsorgegründen und zum anderen auf eine Marktsegmentierung hin, da die Banken, die Liquidi-

**Abbildung 4.4 Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten**

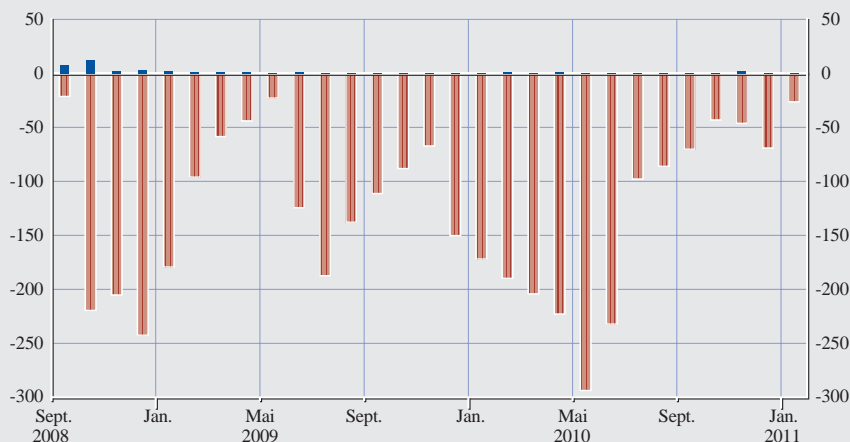
(in Mrd € Periodendurchschnitte errechnet aus Tageswerten)

■ Spitzenrefinanzierungsfazilität  
 ■ Einlagefazilität

(a) Januar 1999 bis August 2008



(b) September 2008 bis Januar 2011



Quelle: EZB.

tät nachfragten, nicht unbedingt dieselben waren wie die Banken, die überschüssige Liquidität beim Eurosystem anlegten.

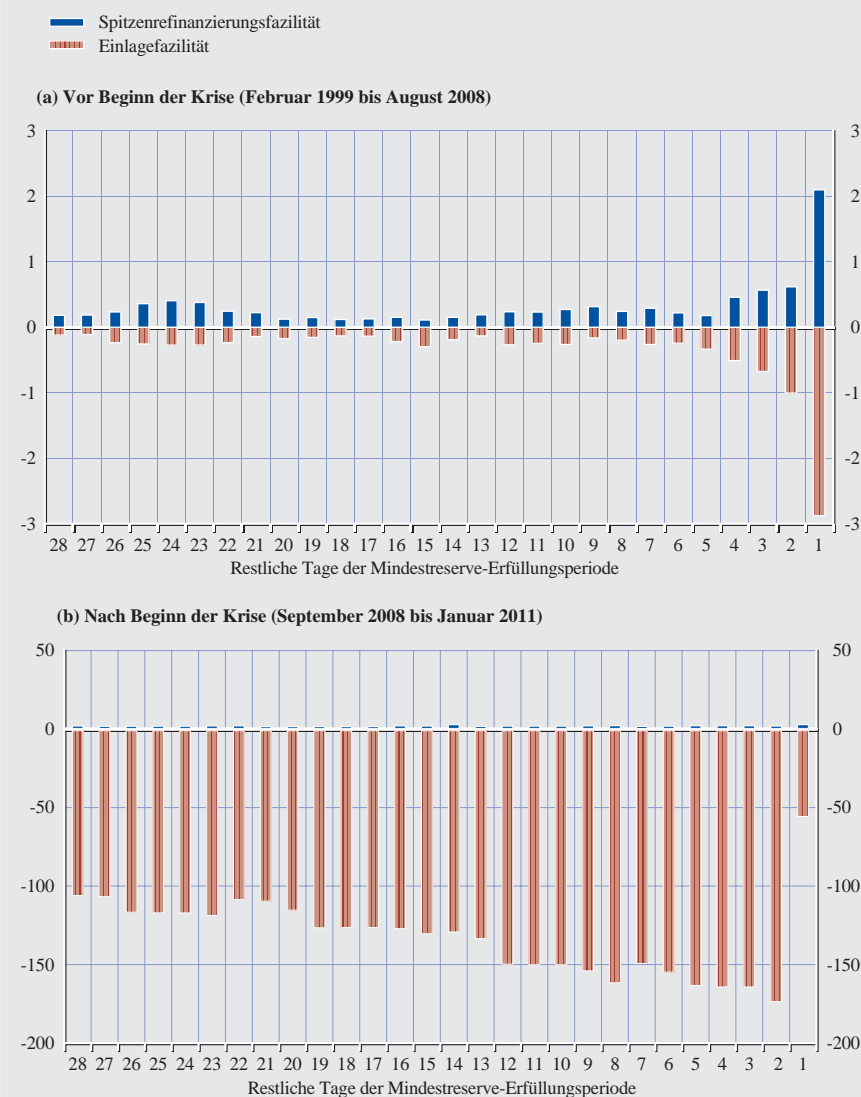
... und am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Abbildung 4.5(a) zeigt den typischen Verlauf der Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode vor Beginn

der Finanzkrise. Wie aus der Abbildung zu ersehen ist, wurde bis August 2008 am Ende der Erfüllungsperiode am stärksten auf die Fazilitäten zurückgegriffen. Dies hängt mit der im Mindestreservesystem vorgesehenen Durchschnittserfüllung zusammen, die es den Kreditinstituten gestattet, tägliche Liquiditätsdefizite und -überschüsse auszu-

**Abbildung 4.5 Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode**

(in Mrd € Durchschnitte errechnet aus Tageswerten der letzten 28 Tage einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode)



Quelle: EZB.

weisen und der Mindestreservepflicht entweder frühzeitig oder erst am Ende der Erfüllungsperiode nachzukommen. Das Mindestreserve-Soll muss – wie bereits erwähnt – abschließend erst am letzten Tag der Erfüllungsperiode, wenn Unterschreitungen des Solls oder Überschüsse nicht mehr durch gegenläufige Ungleichgewichte in derselben Erfüllungsperiode ausgeglichen werden können, erbracht werden. Abbildung 4.5(b) verdeutlicht den typischen Verlauf der Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten seit dem Beginn der Finanzkrise. Der auffälligste Unterschied besteht im Ausmaß des Rückgriffs auf die Einlagefazilität, da die Banken es vorzogen, ihre Mittel sicher beim Eurosystem anzulegen und nicht – wie in normalen Zeiten – am Markt. Dies deutet darauf hin, dass die Märkte nicht angemessen funktioniert haben. Darüber hinaus ist ein Vorzieheffekt zu beobachten, der sich in dem Bestreben der Banken äußerte, ihr Mindestreserve-Soll bereits am Anfang des Zyklus zu erfüllen. Dementsprechend wurden zu Beginn der Erfüllungsperioden weniger Mittel in der Einlagefazilität platziert als am Ende.

#### 4.6 ZENTRALBANKLIQUIDITÄT UND LIQUIDITÄTSBEDARF DES BANKENSYSTEMS

Zusammenfassend ist zu vermerken, dass der Handlungsrahmen Instrumente und Verfahren umfasst, mit deren Hilfe das Eurosystem die Zinssätze und die Liquidität am Geldmarkt steuert und Signale hinsichtlich seiner geldpolitischen Intentionen gibt. Das Bankensystem des Euroraums weist – wegen seines Banknotenbedarfs und insbesondere der Verpflichtung zur Erfüllung der Mindestreservepflicht – in normalen Zeiten insgesamt ein Liquiditätsdefizit auf und ist auf die Refinanzierung durch das Eurosystem angewiesen. Somit fun-

giert das Eurosystem als Liquiditätsanbieter und kann die Geldmarktsätze steuern und geldpolitische Impulse im gesamten Eurogebiet aussenden.

Die Wechselbeziehung zwischen dem Eurosystem und dem Bankensystem lässt sich mithilfe der konsolidierten Bilanz des Eurosystems veranschaulichen. Tabelle 4.3 enthält eine vereinfachte Darstellung einer standardisierten Zentralbankbilanzstruktur.

Auf der Aktivseite finden sich im Wesentlichen drei liquiditätszuführende Bilanzposten: „Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“, „Spitzenrefinanzierungsfazilität“ und „Nettoposition in Fremdwährung“. Unter „Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“ ist der ausstehende Betrag liquiditätszuführender Offenmarktgeschäfte ausgewiesen. Beim Eurosystem umfassen diese Geschäfte stets die Haupt- und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte. Auch alle liquiditätszuführenden Feinsteuerungsoperationen und strukturellen Operationen werden unter dieser Position aufgeführt. Die Position „Spitzenrefinanzierungsfazilität“ bezeichnet Übernachtskredite der Zentralbank an Kreditinstitute, die Zugang zu dieser Fazilität haben. Unter „Nettoposition in Fremdwährung“ werden die Fremdwährungsforderungen der Zentralbank abzüglich etwaiger auf Fremdwährung lautender Zentralbankverbindlichkeiten erfasst.

Die Passivseite weist fünf Hauptposten auf: „Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem“, „Einlagefazilität“, „Banknotenumlauf“, „Einlagen der öffentlichen Haushalte“ und „sonstige Faktoren (netto)“. Die Position „Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem“ (auch als Reserven bezeichnet) bezieht

**Konsolidierte Bilanz des Eurosystems**

**Aktiva**

**Passiva**

**Das Eurosystem als Bereitsteller von Liquidität**



sich auf die Guthaben der Kreditinstitute bei der Zentralbank, die zur Erfüllung von Zahlungsverpflichtungen aus Interbankgeschäften und der Mindestreservepflicht erforderlich sind. Unter der Einlagefazilität ist die gesamte Übernachtinanspruchnahme dieser ständigen Fazilität ausgewiesen. Der Posten „Banknotenumlauf“ umfasst den Wert der von der Zentralbank auf Anforderung der Kreditinstitute in Umlauf gegebenen Banknoten und ist in der Regel die größte Position auf der Passivseite. Die Einlagen der öffentlichen Haushalte stellen die Guthaben der nationalen Schatzämter auf Girokonten bei den NZBen dar. Im Ausgleichsposten „sonstige Faktoren (netto)“ sind schließlich die übrigen Bilanzpositionen erfasst.

Passivseite stets übereinstimmen. Zum besseren Verständnis der Funktionsweise einer Zentralbank empfiehlt es sich, die Bilanz in drei Bestandteile zu gliedern, wie in den unteren drei Abschnitten von Tabelle 4.3 gezeigt wird. Die Tabelle verdeutlicht, dass der Nettobetrag der Liquidität, die die Zentralbank den Kreditinstituten tatsächlich bereitstellt, der Summe zweier Bestandteile entspricht. Der erste Bestandteil 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 angibt, die sich auf die Liquidität am Geldmarkt auswirken). Diese Faktoren beeinflussen die Liquidität des Bankensystems und werden im Sprachgebrauch der Zentralbank als „autono-

**Liquiditäts-  
angebot und  
-nachfrage**

Buchhalterisch müssen die jeweiligen Gesamtbeträge auf der Aktiv- und der

<b>Tabelle 4.3 Zentralbankbilanzstruktur</b>	
<b>Eine standardisierte Zentralbankbilanz:</b>	
<b>Aktiva</b>	<b>Passiva</b>
Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Reserven)
Spitzenrefinanzierungsfazilität	Einlagefazilität
Nettoposition in Fremdwährung	Banknotenumlauf Einlagen der öffentlichen Haushalte Sonstige Faktoren (netto)
<b>Kann wie folgt neu gegliedert werden:</b>	
<b>Liquiditätsbereitstellung durch geldpolitische Geschäfte</b>	
Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten + Spitzenrefinanzierungsfazilität - Einlagefazilität	
=	
<b>Autonome Faktoren</b>	
Banknotenumlauf + Einlagen der öffentlichen Haushalte - Nettopositionen in Fremdwährung + Sonstige Faktoren (netto)	
+	
<b>Reserven</b>	
Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	

me Faktoren“ bezeichnet, weil sie normalerweise nicht aus dem Einsatz geldpolitischer Instrumente resultieren. Einige autonome Faktoren („Banknotenumlauf“ und „Einlagen der öffentlichen Haushalte“) werden von den Währungsbehörden nicht kontrolliert. 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 4.1). Der zweite Bestandteil der Liquiditätsbereitstellung 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 (Summe aus „Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“ und „Spitzenrefinanzierungsfazilität“ abzüglich „Einlagefazilität“).

Von dieser schematischen Analyse zur tatsächlichen Bilanz des Eurosystems übergehend zeigt Tabelle 4.4 exemplarisch den Beitrag der wichtigsten Posten zur Liquidität des Bankensystems in der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 19. Januar bis zum 8. Februar 2011. Der Großteil der Liquidität wurde

**Beitrag der wichtigsten Posten**

**Tabelle 4.4 Beiträge zur Liquidität des Bankensystems**

(in Mrd € Tagesdurchschnittsbestände von 19. Januar bis 8. Februar 2011)

	<b>Liquiditäts- zuführend</b>	<b>Liquiditäts- abschöpfend</b>	<b>Netto- beitrag</b>
	<b>(Aktiva)</b>	<b>(Passiva)</b>	
<b>Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	185,4	–	+185,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	318,2	–	+318,2
Sonstige Offenmarktgeschäfte <sup>1)</sup>	137,2	81,3	+55,9
Ständige Fazilitäten	0,1	39,2	-39,2
<b>Zwischensumme (a)</b>	<b>604,9</b>	<b>120,5</b>	<b>+520,4</b>
<b>Die Liquidität des Bankensystems beeinflussende autonome Faktoren</b>			
Banknotenumlauf	–	822	-822
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	–	101,2	-101,2
Nettoposition in Fremdwährung	549,7	–	+549,7
Sonstige Faktoren (netto)	–	-66,7	+66,7
<b>Zwischensumme (b)</b>	<b>549,7</b>	<b>856,5</b>	<b>-306,8</b>
<b>Reserven = Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem</b>			
Mindestreserve-Soll (c)			+212,3
Überschussreserven (d)			+1,3
<b>Insgesamt (a)+(b) = (c)+(d)</b>			<b>+213,6</b>

Quelle: EZB.

1) Der Posten „Sonstige Offenmarktgeschäfte“ umfasst Wertpapiere für geldpolitische Zwecke und Liquiditätsoperationen in Fremdwährung. Mit Letzteren wurde Liquidität abgeschöpft.

über HRGs und LRGs bereitgestellt. Weitere Liquidität wurde in Form anderer Transaktionen, vor allem im Rahmen des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen und des Programms für die Wertpapiermärkte, zugeführt. Die ständigen Fazilitäten haben für gewöhnlich nur einen sehr geringen Einfluss auf die Liquidität des Bankensystems. Aufgrund des Liquiditätsüberschusses des Bankensektors bei Kreditgeschäften in Form von Mengentendern mit Vollzuteilung haben die Banken stärker von der Einlagefazilität Gebrauch gemacht als in normalen Zeiten.

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 die Kreditinstitute deswegen bei der Zentralbank Mittel

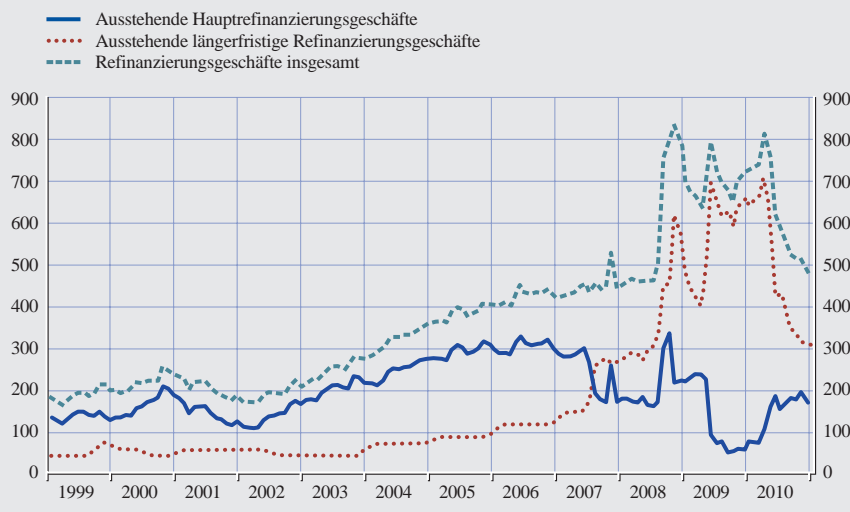
aufnehmen müssen. Eine entgegengesetzte Wirkung auf die Liquidität des Bankensystems geht dagegen von der Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung aus. Käufe von Auslandsaktiva durch das Eurosystem erhöhen die Liquidität des Bankensystems und verringern den Bedarf an liquiditätszuführenden geldpolitischen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

Die Abbildungen 4.6 und 4.7 zeigen, wie sich die wichtigsten liquiditätszuführenden und liquiditätsabsorbierenden Faktoren von Januar 1999 bis Januar 2011 entwickelt haben. Abbildung 4.6 verdeutlicht, dass der überwiegende

Relative Bedeutung liquiditätszuführender Faktoren

**Abbildung 4.6 Volumen der Haupt- und der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte**

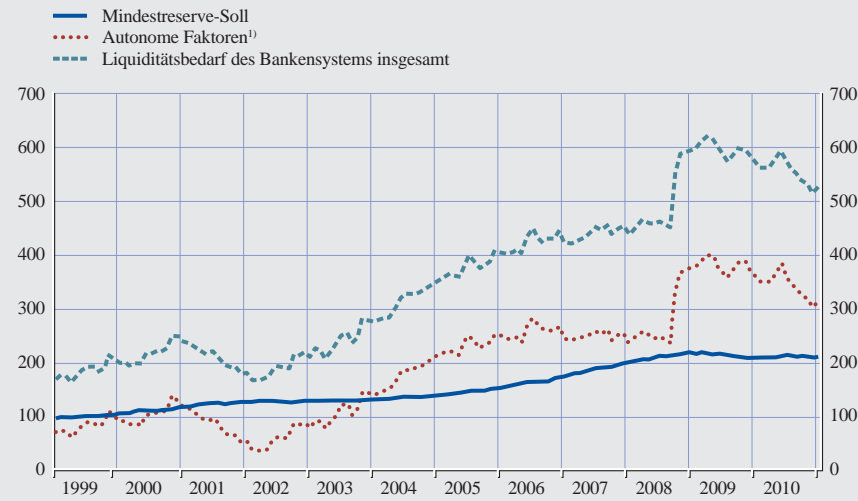
(in Mrd € Periodendurchschnitte errechnet aus Tageswerten)



Quelle: EZB.

## Abbildung 4.7 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 Nettosition in Fremdwährung.

Teil der Liquidität bis September 2008 über HRGs bereitgestellt wurde; dies spiegelt die Schlüsselrolle dieses geldpolitischen Instruments wider. Seit der Einfuhung des Mengentenders mit Vollzuteilung im Oktober 2008 fand bei allen folgenden Refinanzierungsgeschäften eine Verlagerung zugunsten der LRGs statt. Aus Abbildung 4.6 wird ersichtlich, dass diese Geschäfte Ende Januar 2011 ein Volumen von 310 Mrd € aufwiesen, während es bei den HRGs 172 Mrd € waren.

hauptsächlich auf den anhaltend wachsenden Bestand an Euro-Banknoten zurückzuführen ist.

### 4.7 ERFAHRUNGEN SEIT JANUAR 1999

Der Handlungsrahmen des Eurosystems hat sich seit dem Beginn der dritten Stufe der WWU gut bewährt. Er hat die EZB in die Lage versetzt, die Liquidität und die kurzfristigen Zinssätze insgesamt reibungslos zu steuern. Die seit Januar 1999 zu verzeichnende durchschnittliche Volatilität der kurzfristigen Geldmarktsätze im Euroraum ist im Vergleich zu anderen Geldmärkten nach wie vor gering. Dies wurde in normalen Zeiten fast ohne Rückgriff auf Feinsteuerungsmanahmen erreicht, d. h. beinahe ausschließlich durch die Kombination aus einem Mindestreserve-system mit Durchschnittserfüllung und wöchentlichen Offenmarktgeschäften. Stabile Geldmarktbedingungen verbessern die Übertragung geldpolitischer

Geringe  
Volatilität der  
kurzfristigen  
Zinssätze

Relative  
Bedeutung  
liquiditäts-  
absorbierender  
Faktoren

Abbildung 4.7 zeigt die Entwicklung der beiden wesentlichen Faktoren, die im Bankensystem für ein strukturelles Liquiditätsdefizit sorgen. Bis zum Jahr 2004 ergab sich im Normalfall mehr als die Hälfte des gesamten Liquiditätsbedarfs des Bankensystems aus der Mindestreservepflicht. Seit 2004 ist die liquiditätsabschöpfende Wirkung der autonomen Faktoren insgesamt höher als die der Mindestreservepflicht, was

Impulse auf die Gesamtwirtschaft. Darüber hinaus spiegeln sie ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit hinsichtlich der operationellen Kapazitäten und der Fähigkeit der EZB zur Liquiditätssteuerung wider.

**Klare Signale  
hinsichtlich des  
geldpolitischen  
Kurses in  
normalen Zeiten**

Der Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte setzt in normalen Zeiten klare Signale hinsichtlich des geldpolitischen Kurses. Dass sich dieses System bewährt hat, zeigt der relativ geringe Abstand zwischen dem marginalen Zuteilungssatz und dem Mindestbietungssatz in der Zeit bis August 2008.

**Flexibler  
Handlungs-  
rahmen**

Abschließend lässt sich konstatieren, dass der dem Eurosystem zur Verfügung stehende Handlungsrahmen in Form von wöchentlichen HRGs und monatlichen LRGs sowie verschiedenen anderen Maßnahmen seinen doppelten Zweck erfüllt, nämlich zum einen, den Kreditinstituten längerfristige Liquidität bereitzustellen, und zum anderen dafür zu sorgen, dass das Eurosystem die Liquiditätsentwicklung auf kurze Sicht hinreichend genau steuern kann. Zudem hat sich der Handlungsrahmen bei außergewöhnlichen Herausforderungen (z. B. der Umstellung auf das Jahr 2000) als robust und in Anbetracht unvorhergesehener Ereignisse – wie der Terroranschläge vom 11. September 2001, der im August 2007 einsetzenden Finanzmarkturbulenzen und der anschließenden Finanzkrise – als äußerst flexibel

erwiesen (siehe Kasten 5.1). So hat der große Kreis der für die regelmäßigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zugelassenen Geschäftspartner nach Ausbruch der Krise eine hohe Beteiligung an diesen Geschäften ermöglicht. Des Weiteren wurden Feinsteuerooperationen mit eintägiger Laufzeit durchgeführt, um die kurzfristigen Geldmarktsätze zu kontrollieren. Beispielsweise stellte die EZB den Banken im Euroraum am 9. August 2007, dem Tag, an dem die Finanzmärkte erstmals von Turbulenzen betroffen waren, gegen Sicherheiten und zu dem an diesem Tag geltenden Hauptrefinanzierungssatz Übernachtliquidität im Umfang von 95 Mrd € bereit, um die Spannungen am kurzen Ende des Geldmarkts auszugleichen. Eine allgemeinere Maßnahme, die das Eurosystem während der Turbulenzen ergriff, bestand darin, das Liquiditätsangebot innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode zunächst so anzupassen, dass die Banken ihrer Mindestreservepflicht frühzeitig in der ersten Hälfte der Erfüllungsperiode nachkommen konnten und in der zweiten Hälfte nur noch entsprechend geringere Reserven vorzuhalten brauchten. Darüber hinaus erhöhte das Eurosystem die im Rahmen der LRGs bereitgestellte Liquidität, indem es zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten von drei bzw. sechs Monaten (im weiteren Verlauf der Finanzkrise auch von zwölf Monaten) einführte.



# 5 DIE DURCHFÜHRUNG DER GELDPOLITIK SEIT 1999

Das vorliegende Kapitel beschäftigt sich mit der Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet seit 1999. In diesem Zeitraum wurde der Euroraum vor große Herausforderungen gestellt, da er von einer Vielzahl wirtschaftlicher und finanzieller Schocks erschüttert wurde, deren Art, Ausmaß und Dauer im Zeitverlauf variierten. Vor diesem Hintergrund setzte der EZB-Rat bei seinen geldpolitischen Beschlüssen 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 auf mittlere Sicht 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 Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet, gestützt (siehe Kapitel 3).

schen Kurs auf Sitzungen, die in zweiwöchigem Rhythmus abgehalten wurden. Im November 2001 beschloss er dann aber, den geldpolitischen Kurs künftig in der Regel nur noch auf seiner ersten Sitzung im Monat zu beurteilen. Dementsprechend gab der EZB-Rat bekannt, dass er Zinsbeschlüsse 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.

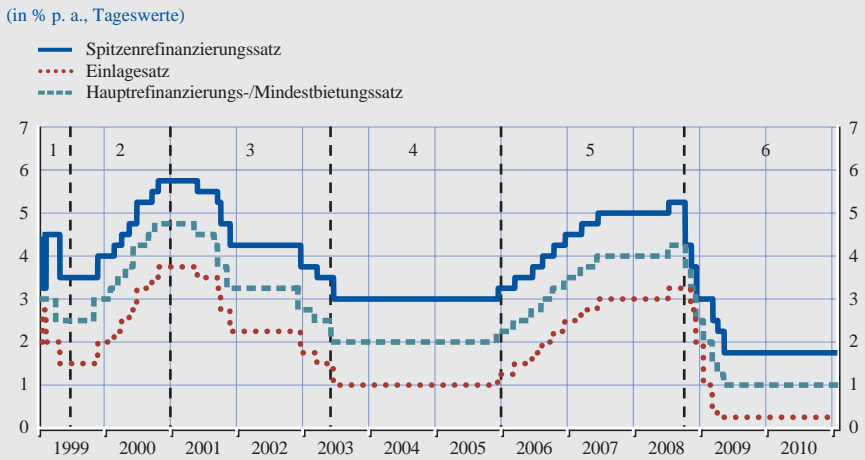
Insgesamt lassen sich hinsichtlich der Durchführung der Geldpolitik sechs unterschiedliche Phasen ausmachen

Sechs unterschiedliche Phasen: Übergang zur Währungsunion bis Mitte 1999, ...

Häufige EZB-Ratssitzungen zur Beurteilung des geldpolitischen Kurses

In den ersten Jahren der Währungsunion beurteilte der EZB-Rat den geldpoliti-

Abbildung 5.1 Leitzinsen der EZB in den sechs Phasen



Quelle: EZB.

(siehe Abbildung 5.1). Die Herausforderungen, mit denen die gemeinsame Geldpolitik in diesen sechs Phasen konfrontiert war, werden im nächsten Abschnitt erläutert. Der Übergang zur Währungsunion stellt die erste Phase dar: Als Reaktion auf die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität senkte der EZB-Rat im April 1999 den Hauptrefinanzierungssatz um 50 Basispunkte auf 2,5 %.

... Mitte 1999  
bis Ende  
2000, ...

In der zweiten Phase erhöhte der EZB-Rat die Leitzinsen zwischen November 1999 und Oktober 2000 um insgesamt 225 Basispunkte, um den Inflationsdruck vor dem Hintergrund eines kräftigen Wirtschaftswachstums, steigender Einfuhrpreise und eines starken Geldmengenwachstums einzudämmen. Der Hauptrefinanzierungssatz belief sich infolgedessen im Oktober 2000 auf 4,75 %.

... Anfang 2001  
bis Mitte  
2003, ...

In der dritten Phase senkte der EZB-Rat als Reaktion auf den nachlassenden Inflationsdruck in einem Umfeld gedämpften Wirtschaftswachstums, deutlicher Korrekturen an den Finanzmärkten und hoher geopolitischer Unsicherheit die Leitzinsen zwischen Mai 2001 und Juni 2003 um insgesamt 275 Basispunkte und reduzierte somit den Hauptrefinanzierungssatz auf 2 %.

... Mitte 2003  
bis Ende  
2005, ...

In der vierten Phase wurden die Leitzinsen angesichts des moderaten Preisdrucks bis Dezember 2005 unverändert belassen.

... Ende 2005  
bis Sommer  
2008 ...

Die fünfte Phase zeichnete sich durch eine schrittweise Abkehr von der akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik aus, da die Teuerung vor dem Hintergrund eines robusten Wirtschaftswachstums und einer raschen Ausweitung der Geldmenge sowie der Kreditvergabe im Eurogebiet anstieg. Da bis Mitte 2008 die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität

überwogen, erhöhte der EZB-Rat die Leitzinsen um insgesamt 225 Basispunkte. Somit lag der Hauptrefinanzierungssatz im Juli 2008 bei 4,25 %.

In der sechsten Phase, die gekennzeichnet war durch einen verhaltenen Preisauftrieb in einem Umfeld, in dem Spannungen an den Finanzmärkten die Konjunkturaussichten eingetrübt und die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität deutlich verringert hatten, senkte der EZB-Rat den Hauptrefinanzierungssatz von Oktober 2008 bis Mai 2009 rapide um 325 Basispunkte auf 1 %. Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat eine Reihe temporärer Sondermaßnahmen: die sogenannten erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe sowie das Programm für die Wertpapiermärkte.

... und eine  
sechste Phase ab  
Herbst 2008

## 5.2 GRUNDLEGENDE ENTWICKLUNGEN

### Phase I – Übergang zur Währungsunion (Mitte 1998 bis Mitte 1999)

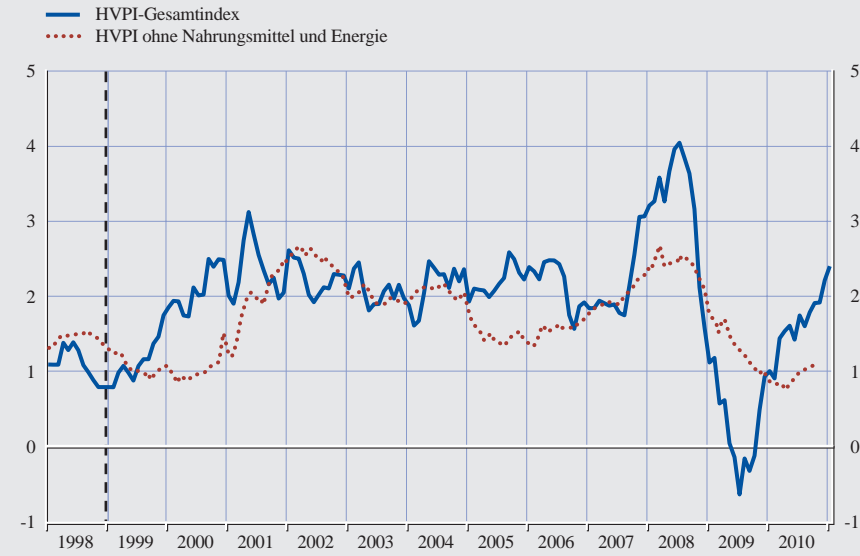
Der zur dritten Stufe der WWU führende Konvergenzprozess war erfolgreich abgeschlossen, als die EZB am 1. Januar 1999 die Verantwortung für die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet übernahm. In den Ländern des Euroraums war Preisstabilität hergestellt worden, und so konnte der EZB-Rat seine Tätigkeit zu einem Zeitpunkt aufnehmen, als sich die Zinsen auf einem 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 Leitzinsen durch die nationalen Zentralbanken der Länder, die von Anfang an den Euro einführen würden, bekannt gegeben.

Übertragung der  
geldpolitischen  
Verantwortung  
auf die EZB



## Abbildung 5.2 Teuerungsrate nach dem HVPI

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

**Senkung der EZB-Leitzinsen als Reaktion auf Abwärtsrisiken für die Preisstabilität Anfang 1999**

Zu Beginn des Jahres 1999 trug das Zusammenwirken mehrerer Faktoren, die die am Euro-Währungsgebiet teilnehmenden Länder bereits zuvor beein-

flusst hatten, zur Entstehung von Abwärtsrisiken für die Preisstabilität bei. Die Teuerungsrate nach dem HVPI lag unter 1 % (siehe Abbildung 5.2),

## Abbildung 5.3 Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro und Ölpreise

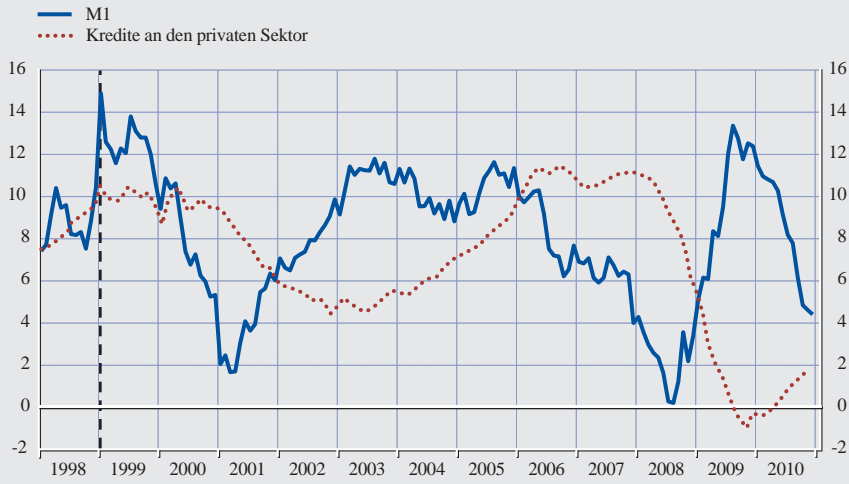
(Monatsdurchschnitte; Index: Q1 1999 = 100)



Quellen: EZB und Thomson Reuters.

## Abbildung 5.4 M1 und Kredite an den privaten Sektor

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



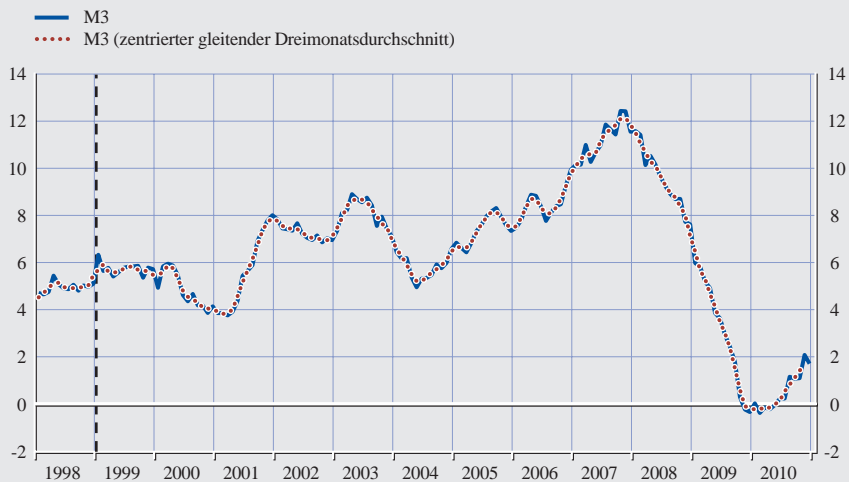
Quelle: EZB.

was zum Teil auf einen Einbruch der Ölpreise (siehe Abbildung 5.3) und die Deregulierung im Dienstleistungssektor zurückzuführen war. In diesem von niedrigen Inflationsraten geprägten Umfeld entwickelten sich Abwärts-

risiken für das Wirtschaftswachstum, die in der schwächeren Auslandsnachfrage infolge der Asienkrise Ende 1997 und dem Vertrauensverlust aufgrund der Finanzmarkturbulenzen nach der Russlandkrise im Sommer

## Abbildung 5.5 M3-Wachstum

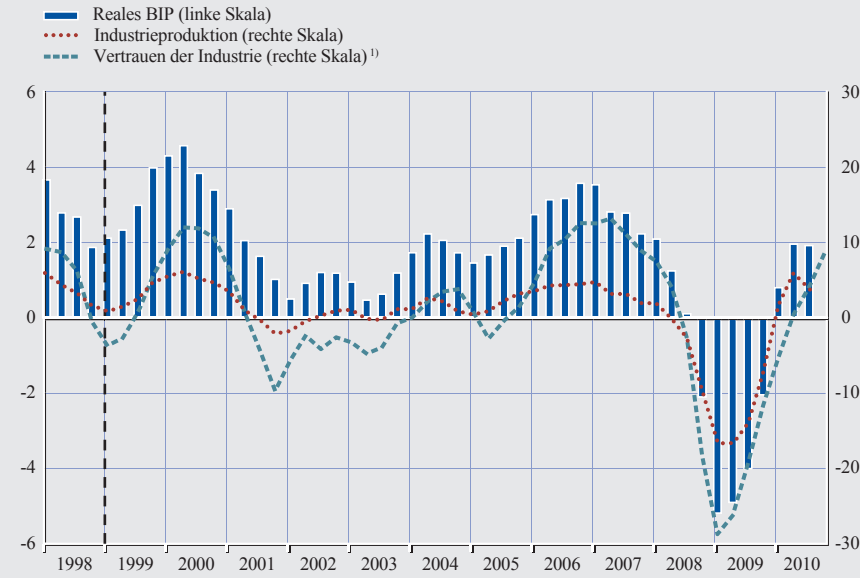
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

## Abbildung 5.6 Reales BIP, Industrieproduktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet

(Industrieproduktion und reales BIP: Veränderung gegen Vorjahr in %; Vertrauen der Industrie: Saldo in %)



Quellen: Eurostat und Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.

1998 begründet lagen. Man war nicht der Auffassung, dass die monetäre Entwicklung ein Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität auf mittlere Sicht in sich barg (siehe Abbildung 5.4 und 5.5). Angesichts nach unten gerichteter Risiken für die Preisstabilität wurden die Leitzinsen, d. h. der Festzinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, der Spitzenrefinanzierungssatz und der Einlagesatz, am 8. April 1999 um jeweils 50 Basispunkte gesenkt. Somit lag der Festzinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei 2,5 %.

### Phase 2 – Anhebung der EZB-Leitzinsen zur Eindämmung des Inflationsdrucks (Mitte 1999 bis Ende 2000)

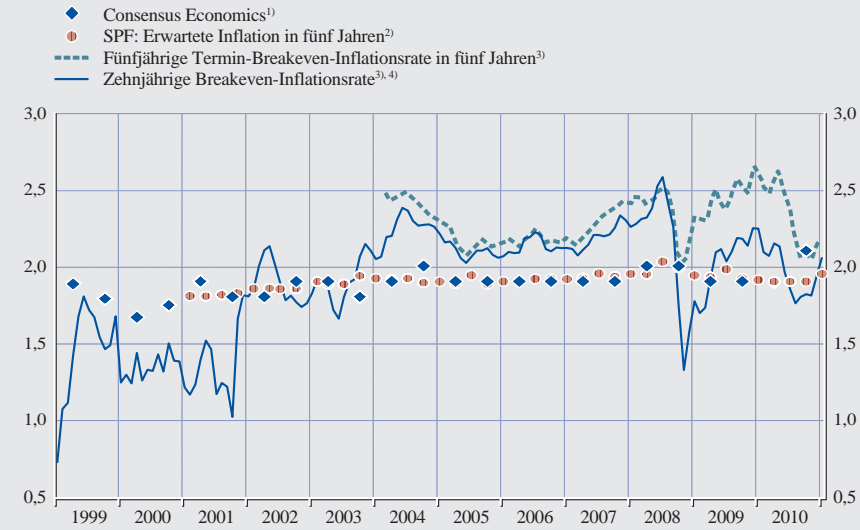
Die allmähliche Verstärkung des Preisdrucks vor dem Hintergrund eines raschen Wirtschaftswachstums (siehe Abbildung 5.6), einer Abwertung des

Euro (siehe Abbildung 5.3) und einer anhaltenden Expansion der Geldmenge veranlasste den EZB-Rat dazu, die Zinsen zwischen November 1999 und Oktober 2000 um insgesamt 225 Basispunkte anzuheben. Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems kletterte somit bis Oktober 2000 auf 4,75 %. Es gab insbesondere eine zunehmende Besorgnis darüber, dass der von den Einfuhrpreisen ausgehende Inflationsdruck über das Lohn- und Preissetzungsverhalten zu breit angelegten Zweitrundeeffekten und dadurch in der breiten Öffentlichkeit zu einem Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen führen könnte (siehe Abbildung 5.7). Weiteren Anlass zu Bedenken bot der fortschreitende Liquiditätsaufbau, auf den die anhaltende Expansion der Geldmenge und des Kreditangebots hindeutete.

Schrittweise Erhöhung der EZB-Leitzinsen von Ende 1999 bis Ende 2000

## Abbildung 5.7 Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Thomson Reuters, EuroMTS, Consensus Economics und EZB.

- 1) Von Consensus Economics veröffentlichte Umfrage unter bedeutenden Finanz- und Wirtschaftsprognostikern.
- 2) Von der EZB unter Verwendung verschiedener Variablen mit unterschiedlichen Zeithorizonten durchgeführter 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 den gegebenen Zeitraum wider. Für den Zeitraum ab 2004 handelt es sich um eine Breakeven-Inflationsrate bei konstanten Laufzeiten, geschätzt auf der Grundlage der nominalen und der realen Zinsstrukturkurven für Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets. Für den Zeitraum vor 2004 wird sie 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) Im Zeitraum von Januar 1999 bis Oktober 2001 handelt es sich bei der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate um die entsprechende Rate für Frankreich, im Zeitraum von November 2001 bis Oktober 2010 um die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet.

### Phase 3 – Senkung der EZB-Leitzinsen (Anfang 2001 bis Mitte 2003)

Im Zeitraum zwischen Anfang 2001 und Mitte 2003 setzte der EZB-Rat die Leitzinsen um insgesamt 275 Basispunkte herab. Folglich belief sich der Hauptrefinanzierungssatz im Juni 2003 auf 2 %. Damit reagierte der EZB-Rat auf die anhaltende Abnahme des Inflationsdrucks in dieser Phase, die in erster Linie durch die sich eintrübenden Wirtschaftsaussichten infolge der schweren Schocks, die die Weltwirtschaft und die internationalen Finanzmärkte erschüttert hatten, ausgelöst

worden war. Vor allem die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten vom 11. September 2001 führten weltweit zu einer hohen Unsicherheit und zu Vertrauensverlusten. Dieses Ereignis hatte in der Tat das Potenzial, die konjunkturelle Talfahrt noch zu verstärken und das Funktionieren der Finanzmärkte zu beeinträchtigen.

Angesichts der hohen Unsicherheit nach den Terroranschlägen vom September 2001 wurde das rasche Geldmengenwachstum nicht als Hinweis auf Aufwärtsrisiken für die Preissta-

... bei zunehmender Nachfrage nach liquiden Anlageformen in Zeiten erhöhter Unsicherheit

Senkung der Leitzinsen als Reaktion auf nachlassenden Preisdruck zwischen Anfang 2001 und Mitte 2003 ...

bilität auf mittlere Sicht gedeutet. Es stellte sich heraus, dass die hohe Volatilität an den Finanzmärkten viele Anleger dazu veranlasste, ihre Investitionen aus risikoreichen in monetäre Anlageformen – d. h. sicherere und liquidere kurzfristige Anlagen – umzuschichten. Zugleich verlangsamte sich das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor (insbesondere an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) vor dem Hintergrund der schwachen Konjunktur weiter.

#### **Phase 4 – EZB-Leitzinsen bleiben unverändert (Mitte 2003 bis Ende 2005)**

Der moderate Preisdruck veranlasste die EZB dazu, die Zinsen von Mitte 2003 bis Ende 2005 unverändert zu belassen. Ungeachtet der deutlichen Preissteigerungen bei Rohstoffen und Energie sowie der Erhöhungen der indirekten Steuern und der administrierten Preise blieb der Inflationsdruck im Euroraum in diesem Zeitraum gedämpft. Die konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet war recht moderat und gewann nur allmählich an Schwung. Sie setzte im zweiten Halbjahr 2003 ein und wurde dabei vor dem Hintergrund der wieder auflebenden globalen Wachstumsdynamik durch die Exporte angetrieben. Die Belebung setzte sich 2004 und 2005 fort und profitierte auch von den ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen. Hinweise von monetärer Seite bestätigten, dass sich sowohl der Grad der Unsicherheit als auch die Risikoaversion allmählich normalisierten, was in der Umkehr zuvor getätigter Portfolioumschichtungen in monetäre Anlageformen zum Ausdruck kam. Infolgedessen verlangsamte sich das Geldmengenwachstum im Jahr 2003 und Anfang 2004, bevor es ab Mitte 2004 erneut an Fahrt gewann.

Angesichts des moderaten Preisdrucks bis Ende 2005 keine Leitzinsänderungen

#### **Phase 5 – Rücknahme der akkommodierenden Geldpolitik (Ende 2005 bis Mitte 2008)**

Im Zeitraum zwischen Dezember 2005 und Juli 2008 erhöhte der EZB-Rat die Leitzinsen um insgesamt 225 Basispunkte. Somit belief sich der Hauptrefinanzierungssatz im Juli 2008 auf 4,25 %. Diese Anpassung des akkommodierenden Kurses war angebracht, um den Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität in einem Umfeld soliden Wirtschaftswachstums und angesichts einer raschen Ausweitung der Geldmenge sowie der Kreditvergabe im Euroraum entgegenzuwirken.

Zu Beginn des Anpassungszyklus lieferte die monetäre Analyse frühzeitige Hinweise auf mittel- bis längerfristige Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität. Das Mitte 2004 einsetzende robuste Kreditwachstum spiegelte die stimulierenden Effekte der sehr niedrigen Zinssätze im Eurogebiet und später auch die neu auflebende konjunkturelle Dynamik im Euroraum wider. Das kräftige Geldmengenwachstum trug weiter zur bereits reichlichen Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet bei.

Die Hinweise aus der wirtschaftlichen Analyse hingegen waren zu Beginn der Leitzinsanpassung recht uneinheitlich. Im ersten Halbjahr 2006 beschleunigte sich jedoch das Wirtschaftswachstum im Euroraum. Mit der Zeit gewann es an Breite und wurde zunehmend selbsttragend, wobei die inländische Nachfrage die Haupttriebfeder darstellte.

Infolge der kräftigen Erhöhung der weltweiten Öl- und Nahrungsmittelpreise im zweiten Halbjahr 2007 stieg die jährliche Inflation drastisch an und setzte diesen Trend in der ersten Jahreshälfte 2008 fort. Um den Jahreswechsel

Schrittweise Abkehr vom akkommodierenden geldpolitischen Kurs von Ende 2005 bis Mitte 2008, ...

... ausgelöst durch Hinweise aus der monetären Analyse, ...

... bevor die Erholung an Fahrt gewann

Bis Mitte 2008 weiterhin Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität, ...

2007/2008 erreichte die Teuerungsrate Werte von deutlich über 2 %. Trotz dieser Preisschocks war die Lohnentwicklung nach wie vor recht verhalten, und die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen blieben auf einem Niveau verankert, das mit Preisstabilität vereinbar war. Im ersten Halbjahr 2008 bestanden dennoch deutliche Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht. Diese gingen insbesondere von potenziellen Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preissetzung aufgrund höherer Rohstoffpreise sowie von einer höheren Gesamtinflation aus.

## **Phase 6 – Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise (seit Herbst 2008)**

Nach dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 weiteten sich die Finanzmarkturbulenzen zu einer globalen Finanz- und Wirtschaftskrise aus. Die zunehmende Unsicherheit hinsichtlich der finanziellen Solidität großer Banken weltweit führte zu einem Einbruch in zahlreichen Finanzmarktsegmenten. Die Krise begann auch auf die Realwirtschaft überzugreifen, wobei es zu einer raschen und synchron verlaufenden Verschlechterung der wirtschaftlichen Bedingungen in den meisten großen Volkswirtschaften sowie einer scharfen Kontraktion des Welthandels kam.

**Finanzmarkturbulenzen weiten sich im Herbst 2008 zur Krise aus**

Wie andere wichtige Zentralbanken senkte die EZB ihre Leitzinsen auf ein historisch niedriges Niveau und ergriff eine Reihe von geldpolitischen Sondermaßnahmen, um die Preisstabilität zu gewährleisten, die Situation an den Finanzmärkten zu stabilisieren und Ansteckungseffekte auf die Realwirtschaft zu begrenzen.

**EZB reagiert mit konventionellen und unkonventionellen Maßnahmen, ...**

Was die konventionellen geldpolitischen Maßnahmen anbelangt, so reduzierte die EZB am 8. Oktober 2008 ihre Leitzinssätze zunächst in einer konzentrierten und historisch einmaligen Aktion mit anderen großen Zentralbanken, nämlich der Bank of Canada, der Bank of England, dem Federal Reserve System, der Sveriges Riksbank und der Schweizerischen Nationalbank, um 50 Basispunkte. In der Folge setzte der EZB-Rat die Leitzinsen unter Berücksichtigung der eingetrübten Konjunkturaussichten und der deutlich verringerten Aufwärtsrisiken für die mittelfristige Preisstabilität weiter herab. Innerhalb von nur sieben Monaten – von Oktober 2008 bis Mai 2009 – wurde

**... Senkung der Leitzinsen auf historischen Tiefstand ...**

**... bestätigt durch Gegenprüfung mit der monetären Analyse**

Die Geldmengen- und Kreditexpansion verlief in diesem Zeitraum nach wie vor äußerst dynamisch. Diese Entwicklung wurde durch ein anhaltend kräftiges Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor gestützt, das zusätzlich zu der bereits aufgebauten Liquidität beitrug.

**Zusätzliche Maßnahmen der EZB im Jahr 2007 und im ersten Halbjahr 2008 als Reaktion auf aufkommende Spannungen an den Finanzmärkten**

Als im August 2007 erste Anzeichen von Finanzmarktspannungen aufkamen, handelte die EZB rasch und entschlossen, um Störungen am Interbankenmarkt abzuwenden. Sie stellte de facto unbegrenzt Übernachtliquidität über Feinststeuerungsoperationen zur Verfügung. Darüber hinaus wurde den Finanzinstituten im Rahmen des Frontloading frühzeitig Liquidität bereitgestellt. In den darauffolgenden Monaten wurden zudem befristete wechselseitige Währungsabkommen (Swap-Vereinbarungen) mit anderen Zentralbanken geschlossen, um in erster Linie dem zunehmenden Druck an den Märkten für kurzfristige Refinanzierung in US-Dollar zu begegnen. Dadurch ließen die Spannungen im kurzfristigen Segment des Geldmarkts im Euroraum erheblich nach (Kasten 5.1 bietet einen Überblick über die vom Eurosystem ergriffenen Sondermaßnahmen).

der Hauptrefinanzierungssatz um insgesamt 325 Basispunkte auf 1 % gesenkt (siehe Abbildung 5.1).

... und Einführung von Sondermaßnahmen zur Gewährleistung der reibungslosen Transmission der Zinssenkungen und zur Unterstützung der Kreditvergabe

Gleichzeitig beschloss der EZB-Rat im vollen Einklang mit dem vorrangigen Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität eine Reihe vorübergehender Sondermaßnahmen, um die Finanzierungsbedingungen und die Kreditversorgung der Wirtschaft des Euroraums über das Maß hinaus zu stützen, das durch die Senkungen der EZB-Leitzinsen allein hätte erreicht werden können. Hätte die EZB nicht auf die anhaltenden Finanzierungsprobleme der Finanzinstitute reagiert, wäre sie Gefahr gelaufen, dass ihre Leitzinsänderungen deutlich weniger Wirkung gezeigt hätten als in normalen Zeiten. Diese Maßnahmen wurden später als erweiterte Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe bezeichnet. Der Ansatz umfasste die fünf Kernelemente, die in Kasten 5.1 beschrieben werden.

Beginn der Rücknahme einiger Sondermaßnahmen Ende 2009

Im Verlauf des Jahres 2009 gab es vermehrt Anzeichen einer Verbesserung der Finanzmarktbedingungen, wobei aber nach wie vor Unsicherheit herrschte. Daher begann der EZB-Rat im Einklang mit seiner Ausstiegsstrategie (siehe Abschnitt 3.8) im Dezember 2009 mit der allmählichen Rücknahme nicht länger erforderlicher Sondermaßnahmen, während andere im Rahmen des erweiterten Ansatzes zur Unterstützung der Kreditvergabe ergriffene Maßnahmen beibehalten wurden. So kündigte der EZB-Rat das Ende der Refinanzierungsgeschäfte mit einjähriger Laufzeit an, nachdem im Jahr 2009 drei derartige Geschäfte durchgeführt worden waren. Zudem wurde eine Reihe weiterer Maßnahmen zurückgenommen, doch war dies angesichts der in der Folgezeit aufkommenden Span-

nungen an einigen Staatsanleihemärkten nur von kurzer Dauer.

Anfang 2010 kamen in einigen Finanzmarktsegmenten, insbesondere an den Staatsanleihemärkten einiger Länder des Euro-Währungsgebiets, erneut Spannungen auf (siehe Abbildung 4.10). Dies war in erster Linie den wachsenden Bedenken der Marktteilnehmer in Bezug auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen angesichts steigender Haushaltsdefizite und Staatsschulden zuzuschreiben, was zur Austrocknung einiger Sekundärmärkte führte.

Um die Tiefe und Liquidität gestörter Marktsegmente zu gewährleisten und das reibungslose Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen, kündigte der EZB-Rat am 10. Mai 2010 eine Reihe von Maßnahmen an. Insbesondere stellte er das Programm für die Wertpapiermärkte vor, das Interventionen an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet vorsah (siehe Kasten 5.1). Darüber hinaus führte der EZB-Rat einige der zuvor zurückgenommenen Sondermaßnahmen wieder ein, um ein Übergreifen der Entwicklung an den inländischen Staatsanleihemärkten auf andere Finanzmärkte zu verhindern. Insgesamt trugen die als Reaktion auf die Finanzkrise eingeleiteten Maßnahmen des Eurosystems zur Aufrechterhaltung der Finanzintermediation im Euroraum bei, indem die Refinanzierung solventer Banken gesichert und das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmer wiederhergestellt wurden. Die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit des Bankensystems und wesentlicher Teilbereiche der Finanzmärkte war wiederum entscheidend dafür, dass den privaten Haushalten und Unternehmen weiterhin Kredite zu annehmbaren Zins-

Spannungen an den Staatsanleihemärkten im Frühjahr 2010 ...

... machen neue Sondermaßnahmen erforderlich

sätzen zur Verfügung standen und dadurch letztlich auch die Preisstabilität gewahrt werden konnte.

Bei den geldpolitischen Sondermaßnahmen handelt es sich um außergewöhnliche Schritte, die als Reaktion auf außerordentliche Umstände ergriffen werden. Sie sind vorübergehender Natur, unterscheiden sich vom konven-

tionellen Zinsinstrument bzw. ergänzen dieses und können ungeachtet des vorherrschenden Zinsniveaus angepasst werden. Zu Beginn des Jahres 2011 war durch den kurzfristigen Aufwärtsdruck auf die Gesamtinflation, der in erster Linie auf die Energiepreise zurückzuführen war, eine sehr genaue Beobachtung sämtlicher Entwicklungen geboten.

### Kasten 5.1 Die seit August 2007 vom Eurosystem ergriffenen Sondermaßnahmen

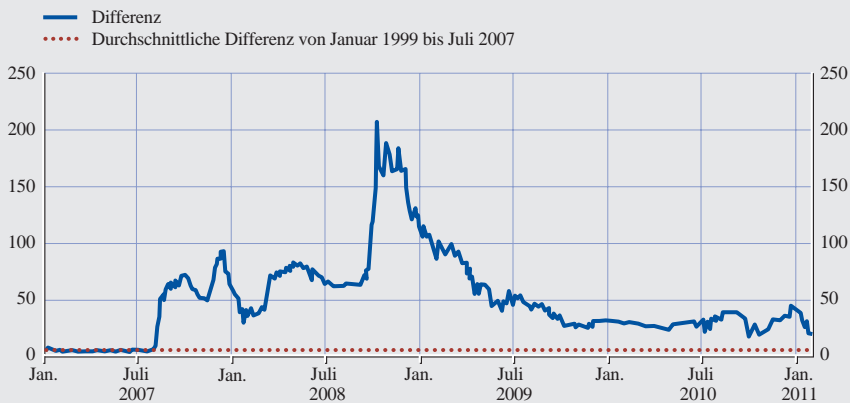
Die globale Finanzkrise, die im August 2007 mit Spannungen an den Finanzmärkten begann, und der anschließende Konjunkturabschwung machten beispiellose politische Reaktionen erforderlich, auch was den Bereich der Geldpolitik betrifft. Der vorliegende Kasten beschreibt die vom Eurosystem als Reaktion auf die Finanzkrise ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen. Diese Maßnahmen zielen darauf ab, die effektive Transmission von Zinsbeschlüssen auf die Gesamtwirtschaft zu unterstützen.

Die Intensität der Finanzkrise lässt sich anhand mehrerer Indikatoren bestimmen. Ein aufschlussreicher Indikator ist der Abstand zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem EONIA-Swapsatz (siehe Abbildung 5.8). Während sich dieser Spread vor August 2007 selten auf mehr als ein paar Basispunkte belief, erreichte er in unterschiedlichen Phasen der Finanzkrise sehr hohe Stände.

Alle während der akuten Phase der Finanzmarktspannungen ergriffenen Sondermaßnahmen waren vollständig mit dem Auftrag der EZB zur Wahrung der Preisstabilität

### Abbildung 5.8 Differenz zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem EONIA-Swapsatz

(in Basispunkten)



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Swapsatz ist der Festzins, den die Banken im Gegenzug für den Erhalt des für die Vertragslaufzeit berechneten durchschnittlichen Tagesgeldsatzes zu zahlen bereit sind. Die Kredit- und Liquiditätsrisikoprämien sind ebenso vernachlässigbar wie beim Tagesgeldsatz. Im Gegensatz zum EURIBOR ist der Swapsatz daher relativ immun gegen Veränderungen des Liquiditäts- oder Kreditrisikos.



vereinbar und sind entsprechend ihrer Ausgestaltung vorübergehender Natur. Die Sondermaßnahmen des Eurosystems waren in erster Linie auf den Bankensektor ausgerichtet, da ihm bei der geldpolitischen Transmission und der Finanzierung der Wirtschaft im Euroraum – etwa verglichen mit den Vereinigten Staaten – eine wichtige Rolle zukommt. Viele dieser Maßnahmen profitierten von der Flexibilität des bestehenden Handlungsrahmens des Eurosystems. Als sich die Finanzmarkturbulenzen zu einer Krise ausweiteten, wurden als Sondermaßnahmen die erweiterten Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe und das Programm für die Wertpapiermärkte eingeführt.

## **I. ERWEITERTE MASSNAHMEN ZUR UNTERSTÜTZUNG DER KREDITVERGABE**

Im Gefolge des Zusammenbruchs der US-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 kamen die Geldmärkte zum Erliegen. Hätte man nicht eingegriffen, wäre die Refinanzierung vieler Bankaktiva unmöglich geworden, was mit dem Risiko eines massiven und ungeordneten Fremdkapitalabbaus durch die Kreditinstitute mit gravierenden Folgen für die Realwirtschaft und die Preisstabilität einhergegangen wäre. Der erweiterte Ansatz der EZB zur Unterstützung der Kreditvergabe umfasst eine Reihe von Sondermaßnahmen, welche die Finanzierungsbedingungen und die Kreditversorgung über das Maß hinaus stützen, das durch die Senkungen der EZB-Leitzinsen allein hätte erreicht werden können. Diese Maßnahmen wurden im Oktober 2008 beschlossen und im Mai 2009 ergänzt. Die Maßnahmen sind auf die Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets zugeschnitten. Sie sind in erster Linie bankbasiert und tragen zur Sicherstellung eines normaleren Funktionierens der Geldmärkte bei.

### **Längere Laufzeiten bei liquiditätszuführenden Geschäften**

Das Eurosystem hatte bereits nach dem Beschluss der EZB, zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten von drei und sechs Monaten während der Phase der Finanzmarkturbulenzen einzuführen, die über längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) bereitgestellte Liquiditätsmenge erhöht. Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers wurde die maximale Laufzeit der LRGs vorübergehend auf zwölf Monate verlängert. Dadurch trat das Eurosystem verstärkt als Intermediär auf, womit die Bedenken des Bankensystems im Euroraum in Bezug auf die Refinanzierung (insbesondere bei längeren Laufzeiten) zerstreut werden sollten. Durch die Verringerung der Unsicherheit und einen längeren Liquiditätsplanungshorizont sollten die Banken dazu ermutigt werden, ihre Kreditvergabe an die Wirtschaft aufrechtzuerhalten. Zudem wurde angestrebt, die Geldmarktsätze durch die Maßnahmen auf niedrigem Niveau zu halten.

### **Mengentender mit Vollzuteilung**

Außerdem wurde beschlossen, während der Finanzkrise sämtliche Refinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit vollständiger Zuteilung durchzuführen. Somit hatten die zugelassenen Finanzinstitute des Eurogebiets – entgegen der üblichen Praxis – gegen ausreichende Sicherheiten unbegrenzt Zugang zu Zentralbankliquidität zum geltenden Hauptrefinanzierungssatz.

### **Währungsswapvereinbarungen**

Darüber hinaus stellte das Eurosystem im Laufe der Finanzkrise vorübergehend Liquidität in Fremdwährung (vor allem in US-Dollar) zu unterschiedlichen Laufzeiten zur Verfügung. Auf der Grundlage wechselseitiger Währungsabkommen mit dem Federal Reserve System wurden gegen notenbankfähige Sicherheiten US-Dollar zu

verschiedenen Laufzeiten und zu festen Zinssätzen mit vollständiger Zuteilung zur Verfügung gestellt. Damit wurden Banken unterstützt, die sonst während der Finanzkrise ein erhebliches Defizit an Refinanzierungsmitteln in US-Dollar verzeichnet hätten.

### Sicherheitserfordernisse

Während der Finanzkrise wurde das Verzeichnis der für die Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zugelassenen Sicherheiten erweitert, wodurch die Banken ein breiteres Spektrum und einen größeren Teil ihrer Aktiva zur Aufnahme von Zentralbankliquidität nutzen konnten. Die Möglichkeit, illiquide Vermögenswerte über die Zentralbank zu refinanzieren, schafft wirksam Abhilfe gegen Liquiditätsengpässe, die sich aus einem abrupten Versiegen der Interbanken-Kreditvergabe ergeben. Dies gilt beispielsweise für Asset-Backed Securities, die illiquide wurden, nachdem der Markt für diese Papiere im Zuge der Insolvenz von Lehman Brothers zum Erliegen kam.

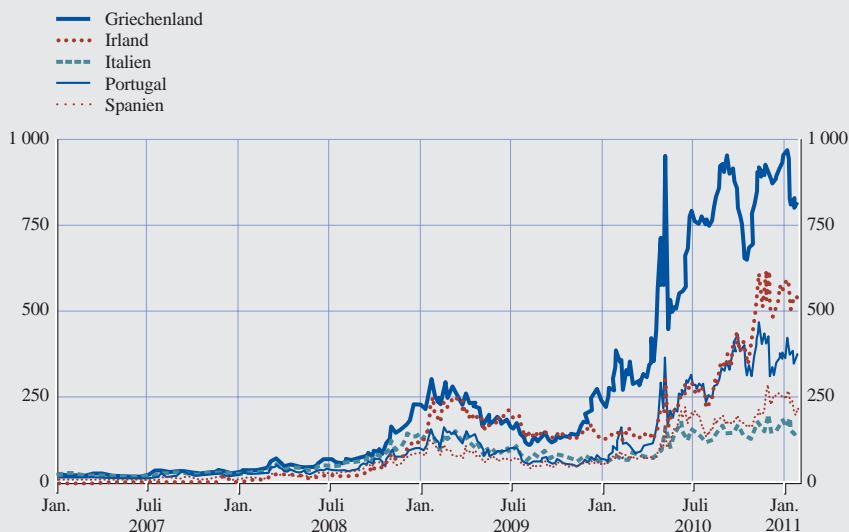
### Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen

Im Rahmen dieses Programms erwarb das Eurosystem von Mai 2009 bis Juni 2010 im Euroraum begebene auf Euro lautende gedeckte Schuldverschreibungen im Wert von 60 Mrd €. Der Markt für diese Papiere war im Hinblick auf Liquidität, Emissionen und Spreads nahezu ausgetrocknet. Ziel des Programms zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen war die Wiederbelebung des entsprechenden Marktes, der in Europa einen sehr wichtigen Finanzmarkt und eine bedeutende Refinanzierungsquelle für Banken darstellt.

Durch die im Zuge der Finanzkrise ergriffenen Sondermaßnahmen veränderte sich die Beziehung zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz und den Geldmarktsätzen vorübergehend. Während der EONIA unter normalen Umständen eng dem Verlauf des Zinssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte folgt, führte die hohe Nachfrage der

**Abbildung 5.9 Renditedifferenz zehnjähriger Staatsanleihen ausgewählter Länder des Euro-Währungsgebiets gegenüber entsprechenden deutschen Papieren**

(in Basispunkten)



Quellen: Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.

Banken nach Zentralbankliquidität in den Refinanzierungsgeschäften mit Vollzuteilung dazu, dass der EONIA stärker vom Einlagesatz bestimmt wurde (siehe Abbildung 4.2).

## 2. PROGRAMM FÜR DIE WERTPAPIERMÄRKTE

Das Programm für die Wertpapiermärkte wurde im Mai 2010 als Reaktion auf Spannungen in einigen Finanzmarktsegmenten, insbesondere an den Märkten für Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets, eingeführt. Abbildung 5.9 zeigt die deutliche Ausweitung der Renditedifferenz zehnjähriger Staatsanleihen einiger Länder des Euroraums gegenüber deutschen Staatsanleihen.

Im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte kann das Eurosystem an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet intervenieren, um die Tiefe und Liquidität gestörter Marktsegmente zu gewährleisten und das ordnungsgemäße Funktionieren des geldpolitischen Transmissionsmechanismus wiederherzustellen. Im Einklang mit den Bestimmungen des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union kauft das Eurosystem Staatsanleihen ausschließlich am Sekundärmarkt. Um sicherzustellen, dass die Liquiditätsbedingungen hiervon unberührt bleiben, werden alle Käufe durch liquiditätsabschöpfende Transaktionen vollständig neutralisiert.

## 5.3 BEWERTUNG DER GELDPOLITIK SEIT EINFÜHRUNG DES EURO IM JAHR 1999

In einem schwierigen, von wirtschaftlichen und finanziellen

Schocks geprägten Umfeld ...

Seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 musste die einheitliche Geldpolitik zahlreiche unterschiedliche Schocks überstehen. In dieser Zeit wurde die Wirtschaft von einer Reihe erheblicher negativer Teuerungsschocks getroffen. Anzuführen sind hier vor allem der merkliche Ölpreisanstieg, die deutliche Zunahme der internationalen Nahrungsmittelpreise und – aus binnenwirtschaftlicher Sicht – die nahezu regelmäßigen Anhebungen der indirekten Steuern sowie die spürbaren Erhöhungen der administrierten Preise in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets. Gleichzeitig haben das Platzen der New-Economy-Blase 2000/2001, die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten im September 2001 und die akuten Finanzmarktspannungen ab 2007 die Anfälligkeit der Weltwirtschaft sowie des internationalen Finanzsystems verdeutlicht.

Die geldpolitische Reaktion auf diese Schocks musste mittelfristig ausgelegt sein, um eine solide Verankerung der Inflationserwartungen im Einklang mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB sicherzustellen. Dazu gehörte auch, dass die Geldpolitik über kurzfristige Preisentwicklungen hinausschauen und mitunter Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus entgegenwirken musste. Vor allem die monetäre Analyse gewährleistete eine solche mittelfristige Orientierung bei der Durchführung der Geldpolitik.

Trotz einer Vielzahl negativer Preisschocks und – seit Herbst 2008 – einer Krisenphase, wie es sie mindestens seit der Weltwirtschaftskrise der Dreißigerjahre nicht gegeben hat, stand die durchschnittliche jährliche Teuerung nach dem HVPI im Eurogebiet von Januar 1999 bis Anfang 2011 vollständig mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Seit Beginn

... verfolgt die EZB, gestützt auf ihre monetäre Analyse, eine Geldpolitik mit mittelfristiger Ausrichtung ...

... und wahrt ihre Glaubwürdigkeit bei der Erfüllung ihres Auftrags zur Gewährleistung von Preisstabilität

des Jahres 1999 blieben darüber hinaus alle Indikatoren der langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum fest auf einem Niveau verankert, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Bemerkenswert ist auch, dass die Inflationserwartungen sowohl bei zunehmendem als auch bei abnehmendem Inflationsdruck auf diesem Niveau verharrten. Daraus wird ersichtlich, dass die breite Öffentlichkeit und die Märkte auf die Entschlossenheit der EZB vertrauen, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu

gewährleisten. Dies gilt nicht nur für die langfristigen Inflationserwartungen, die in den Umfragen unter Wirtschaftsexperten des privaten Sektors zum Ausdruck kommen, sondern auch für jene, die sich an den Anleihekursen ablesen lassen (siehe Abbildung 5.7). Dies sind positive Anzeichen dafür, dass es der EZB von Anfang an gelungen ist, Glaubwürdigkeit zu erlangen und die Öffentlichkeit sowie die Märkte von ihrer Verpflichtung zur Wahrung der mittelfristigen Preisstabilität 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 zur Realisierung dieser Union zu prüfen und vorzuschlagen. Mitglieder des Ausschusses waren neben den Präsidenten der Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft auch Alexandre Lamfalussy (damaliger Generaldirektor der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich – BIZ), Niels Thygesen (Professor für Wirtschaftswissenschaften in Kopenhagen) und Miguel Boyer (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 Wirtschafts- und Währungsunion**

Auf der Grundlage des Delors-Berichts beschloss der Europäische Rat im Juni 1989, dass die erste Stufe der Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) am 1. Juli 1990 beginnen sollte – dem Tag, an dem grundsätzlich alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen den Mitgliedstaaten aufgehoben wurden. Zu diesem Zeitpunkt wurden dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft, der seit seiner Einsetzung im Mai 1964 eine immer wichtigere Rolle in der währungspolitischen Zusammenarbeit gespielt hatte, weitere Verantwortlichkeiten übertragen. Diese wurden in einem Ratsbeschluss vom 12. März 1990 festgelegt und umfassten die Durchführung von Konsultationen zu den Geldpolitiken der Mitgliedstaaten und die Verbesserung der Koordination zwischen diesen Politiken 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 WWU ebenfalls durch den Ausschuss der Zentralbankpräsidenten veranlasst. In einem ersten Schritt sollten alle Fragen ermittelt werden, die einer frühzeitigen Prüfung bedurften, bis Ende 1993 ein Arbeitsprogramm erstellt und auf dessen Grundlage die Aufgaben der bereits bestehenden Unterausschüsse und der zu diesem Zweck eingerichteten Arbeitsgruppen 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 (mit dem der Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft geändert und in Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft umbenannt wurde und der unter anderem das Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank sowie das Protokoll über die Satzung des Europäischen Währungsinstituts umfasste) jedoch erst am 1. November 1993 in Kraft.

## **Die zweite Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion: Errichtung des EWI und der EZB**

Mit der Errichtung des Europäischen Währungsinstituts (EWI) am 1. Januar 1994 begann die zweite Stufe der WWU, durch die 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 für die Durchführung von Devisenmarktinterventionen zuständig.

Die beiden Hauptaufgaben des EWI waren

- a) die Verstärkung der Zusammenarbeit zwischen den nationalen Zentralbanken und der Koordinierung der Geldpolitik sowie
- b) die Vorbereitung der Errichtung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), der Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik und der Schaffung einer gemeinsamen Währung in der dritten Stufe.

Zu diesem Zweck bot das EWI ein Forum für Konsultationen und für den Meinungs- sowie Informationsaustausch zu Grundsatzfragen, und es legte den regulatorischen, organisatorischen und logistischen 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 bekannt gegeben. Die Grundlage für dieses Szenario bildeten im Wesentlichen detaillierte Vorschläge, die vom EWI eingebracht worden waren. Gleichzeitig wurde dem EWI die Aufgabe übertragen, Vorarbeiten für die zukünftigen geld- und währungspolitischen Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und anderen EU-Ländern zu leisten. Im Dezember 1996 legte das EWI dem Europäischen Rat seinen Bericht vor. Dieser Bericht bildete die Basis für eine im Juni 1997 verabschiedete Entschließung des Europäischen Rates über die Grundsätze und die wesentlichen Elemente des neuen Wechselkursmechanismus (WKM II).

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 auf die Wahrung der Haushaltsdisziplin in der WWU abzielt. 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 sollten somit an der dritten Stufe der WWU teilnehmen. 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 einführen, gemeinsam mit den Präsidenten der nationalen Zentralbanken dieser Mitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und dem EWU, die aktuellen bilateralen Leitkurse der Währungen der am WKU II 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. Ihre 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 EWU seine Aufgaben erfüllt. Nach Maßgabe des Artikels 123 (ex-Artikel 109I) des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft wurde das EWU mit der Errichtung der EZB aufgelöst. Alle dem EWU zugewiesenen Vorarbeiten wurden pünktlich abgeschlossen; im restlichen Jahresverlauf 1998 nahm die EZB eine abschließende Prüfung der Systeme und Verfahren vor.

### **Die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion: 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. Slowenien wurde am 1. Januar 2007 das dreizehnte Mitglied des Euro-Währungsgebiets. Ein Jahr später folgten Zypern und Malta, am 1. Januar 2009 die Slowakei und am 1. Januar 2011 Estland. Mit dem Beitritt dieser Länder zum Euroraum wurden deren Zentralbanken automatisch Teil des Eurosystems.





# GLOSSAR

**AEUV:** siehe **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union**.

**Aktienmarkt** (equity market, stock market): Markt, an dem Aktien ausgegeben und gehandelt werden.

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

**Arbeitslos** (unemployed): Als arbeitslos gemäß der EU-Definition gelten alle Personen im Alter von 15 bis 74 Jahren, die a) während der Berichtswoche ohne Arbeit sind, b) gegenwärtig für eine Beschäftigung verfügbar sind und c) aktiv auf Arbeitssuche sind.

**Arbeitslosenquote** (unemployment rate): Anzahl der Arbeitslosen in Prozent der **Erwerbspersonen**.

**Bargeldumlauf** (currency in circulation): Im Umlauf befindliche Banknoten und Münzen, die als allgemeines Zahlungsmittel verwendet werden. Der in **M3** enthaltene Bargeldumlauf ist eine Nettogröße, d. h., die Zahl bezieht sich nur auf die außerhalb des **MFI**-Sektors gehaltenen, im Umlauf befindlichen Banknoten und Münzen (also abzüglich des MFI-Kassenbestands). Nicht dem Bargeld zugerechnet werden der Eigenbestand der Zentralbanken an Banknoten (da diese nicht im Umlauf sind) sowie Sammlermünzen (die nicht als Zahlungsmittel bestimmt sind).

**Befristete Transaktion** (reverse transaction): Geschäft, bei dem die Zentralbank **Vermögenswerte** im Rahmen einer **Rückkaufsvereinbarung** verkauft (Repogeschäft) bzw. kauft (Reverse Repo) oder gegen Überlassung von **Sicherheiten** Kredite gewährt.

**Beschäftigungspolitische Leitlinien** (Employment Guidelines): Vom **Rat der Europäischen Union** gemäß Artikel 148 Absatz 2 **AEUV** verabschiedete Grundzüge, die den Rahmen für die Festlegung der Beschäftigungspolitik der **Mitgliedstaaten** und der EU bilden.

**Bewertungsabschlag** (haircut): Risikokontrollmaßnahme, die auf zugrunde liegende **Vermögenswerte** angewendet wird, wobei der Wert der Sicherheiten als deren Marktwert abzüglich eines bestimmten Prozentsatzes berechnet wird. Bewertungsabschläge werden von Sicherungsnehmern verwendet, um sich gegen Verluste abzusichern, die im Falle der Realisierung der Sicherheiten bei einem Rückgang des Marktwerts entstehen können.

**Breakeven-Inflationsrate** (break-even inflation rate – BEIR): Renditeabstand zwischen einer nominalen Anleihe und einer inflationsindexierten Anleihe mit gleicher (oder möglichst ähnlicher) Laufzeit.

**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 126 Absatz 2 **AEUV** festgelegten finanzpolitischen Kriterien, die zur Definition eines übermäßigen Defizits herangezogen werden. Sie ist definiert als „Verhältnis zwischen dem geplanten oder tatsächlichen öffentlichen Defizit und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen“, wobei öffentliches Defizit wie in Protokoll Nr. 12 über das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** als „Finanzierungsdefizit“ des Staatssektors definiert wird.

**Deflation** (deflation): Allgemeiner, anhaltender und sich selbst verstärkender Rückgang einer breiten Palette von Preisen, der aus einer Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage resultiert und sich in den Erwartungen verfestigt.

**Derivat** (derivative): Finanzinstrument, dessen Wert vom Wert einer oder mehrerer zugrunde liegender Referenzaktiva, -zinssätze oder -indizes, einer Messgröße des wirtschaftlichen Werts oder von tatsächlichen Ereignissen abhängt.

**Devisenswap** (foreign exchange swap): Kombination eines Devisenkassageschäfts mit einem Devisentermingeschäft.

**ECOFIN-Rat** (ECOFIN Council): siehe **Rat der Europäischen Union**.

**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 **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.

**Einlagefazilität** (deposit facility): **Ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die den **Geschäftspartnern** die Möglichkeit bietet, **täglich fällige Einlagen** bei einer **nationalen Zentralbank** anzulegen. Die Einlagen werden zu einem im Voraus festgesetzten Zinssatz verzinst (siehe **Leitzinsen 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 umfassen 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-Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe bestimmter Institute im **Euro-Währungsgebiet** gemeldet werden, berechnet.

**Erweiterte Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe** (enhanced credit support): Von der **EZB**/vom **Eurosystem** während der Finanzkrise eingeleitete Sondermaßnahmen mit dem Ziel, die Finanzierungsbedingungen und Kreditströme über das Maß hinaus zu stützen, das durch Senkungen der **Leitzinsen der EZB** allein erreichbar gewesen wäre.

**Erweiterter Rat der EZB** (General Council of the ECB): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank**, das sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der **nationalen Zentralbanken** aller **Mitgliedstaaten** zusammensetzt.

**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.

**Erwerbspersonen** (labour force): Gesamtzahl der Beschäftigten und Arbeitslosen.

**ESVG 95**: siehe **Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995**.

**ESZB:** siehe **Europäisches System der Zentralbanken**.

**EU-Rat:** siehe **Rat der Europäischen Union**.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)** (EURIBOR – euro interbank offered rate): Durchschnittszinssatz, zu dem ein erstklassiges **Kreditinstitut** bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität **Euro**-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich anhand der Zinssätze ausgewählter Banken für Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

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

**Eurogruppe** (Eurogroup): Informelles Gremium der Wirtschafts- und Finanzminister der **Mitgliedstaaten** des **Euro-Währungsgebiets**, dessen Rolle in Artikel 137 **AEUV** und im Protokoll Nr. 14 (betreffend die Eurogruppe) verankert wurde. Die **Europäische Kommission** und die **EZB** werden regelmäßig zu den Sitzungen der Eurogruppe eingeladen.

**Europäische Kommission** (European Commission): Organ der Europäischen Union, das die Umsetzung der Bestimmungen des **AEUV** gewährleistet, die Politik der EU gestaltet, Vorschläge zum Gemeinschaftsrecht unterbreitet und mit bestimmten anderen Kompetenzen ausgestattet ist. Auf wirtschaftspolitischem Gebiet stellt die Kommission die **integrierten Leitlinien** für Wachstum und Beschäftigung auf, in denen die **Grundzüge der Wirtschaftspolitik** sowie die **beschäftigungspolitischen Leitlinien** enthalten sind, und berichtet dem **Rat der Europäischen Union** über konjunkturelle und wirtschaftspolitische Entwicklungen. Sie prüft die Einhaltung der Haushaltsdisziplin im Rahmen der multilateralen Überwachung und legt dem EU-Rat Berichte vor.

**Europäischer Rat** (European Council): Organ der Europäischen Union, das sich aus den Staats- und Regierungschefs der **Mitgliedstaaten**, dem Präsidenten der **Europäischen Kommission** (ohne Stimmrecht) und dem Präsidenten des **Europäischen Rats** (ohne Stimmrecht) zusammensetzt. Gibt der EU die für ihre Entwicklung erforderlichen Impulse und legt die allgemeinen politischen Zielvorstellungen und Prioritäten für diese Entwicklung fest. Der Europäische Rat hat keine Gesetzgebungsbefugnisse.

**Europäisches Parlament** (European Parliament): Organ der EU, das gegenwärtig aus 736 direkt gewählten Vertretern der Bürgerinnen und Bürger der **Mitgliedstaaten** besteht. Das Parlament ist am Gesetzgebungsprozess der EU in unterschiedlichem Umfang beteiligt, d. h. abhängig von dem Verfahren, nach dem die betreffenden EU-Rechtsvorschriften erlassen werden. Auf dem Gebiet der Geldpolitik und des ESZB hat es überwiegend beratende Befugnisse. Der **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union** sieht jedoch gewisse Verfahren vor, welche die demokratische Verantwortung der EZB gegenüber dem Parlament gewährleisten sollen (Vorlage des Jahresberichts der **EZB** einschließlich einer allgemeinen Aussprache über die Geldpolitik sowie Anhörungen durch die zuständigen Parlamentsausschüsse).

**Europäisches System der Zentralbanken (ESZB)** (European System of Central Banks – ESCB): Besteht aus der **Europäischen Zentralbank** und den **nationalen Zentralbanken** aller **Mitgliedstaaten**, d. h., es umfasst neben den Mitgliedern des **Eurosystems** auch die **nationalen Zentralbanken** der Mitgliedstaaten außerhalb des **Euro-Währungsgebiets**.

**Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95)** (European System of Accounts 1995 – ESA 95): Umfassende, integrierte Systematik volkswirtschaftlicher Konten auf Grundlage von international abgestimmten statistischen Konzepten, Definitionen, Klassifikationen und Verbuchungsregeln zum Zweck der harmonisierten quantitativen Darstellung der Volkswirtschaften der **Mitgliedstaaten**. Das ESVG 95 ist die aktuelle EU-Version des international angewandten System of National Accounts 1993 (SNA 1993).

**Europäisches Währungsinstitut (EWI)** (European Monetary Institute – EMI): Mit Beginn der zweiten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion** am 1. Januar 1994 für einen befristeten Zeitraum eingerichtete Institution, die nach der Errichtung der Europäischen Zentralbank am 1. Juni 1998 aufgelöst wurde.

**Europäische Zentralbank (EZB)** (European Central Bank – ECB): Die EZB steht im Mittelpunkt des **Eurosystems** und des **Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)** und besitzt gemäß Artikel 282 Absatz 3 **AEUV** eine eigene Rechtspersönlichkeit. Sie stellt sicher, dass die dem Eurosystem und dem ESZB übertragenen Aufgaben entweder durch sie selbst oder durch die Tätigkeit der **NZBen** nach Maßgabe der ESZB-Satzung erfüllt werden. Die EZB wird vom **EZB-Rat** und vom **EZB-Direktorium** geleitet; ein drittes Beschlussorgan ist der **Erweiterte Rat**.

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

**Eurosystem** (Eurosystem): Zentralbankensystem des **Euro-Währungsgebiets**, das sich aus der **Europäischen Zentralbank** und den nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets zusammensetzt.

**Euro-Währungsgebiet** (Euroraum, Eurogebiet) (euro area): Sammelbezeichnung für die **Mitgliedstaaten**, die den **Euro** eingeführt haben und unter der Verantwortung des **EZB-Rats** eine gemeinsame Geldpolitik betreiben. Zum Euro-Währungsgebiet gehörten 2011 Belgien, Deutschland, Estland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Zypern, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien, die Slowakei und Finnland.

**EWI**: siehe **Europäisches Währungsinstitut**.

**EZB**: siehe **Europäische Zentralbank**.

**EZB-Direktorium** (Executive Board): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank**, das sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten

der EZB sowie vier weiteren Mitgliedern zusammensetzt, die mit qualifizierter Mehrheit vom **Europäischen Rat** auf Empfehlung des **EU-Rats** ernannt werden, der hierzu das **Europäische Parlament** und die EZB anhört.

**EZB-Rat:** siehe **Rat der Europäischen Zentralbank**.

**Feinststeuerungsoperation** (fine-tuning operation): **Offenmarktgeschäft** des **Eurosystems** zum Ausgleich unerwarteter Liquiditätsschwankungen am Markt. Häufigkeit und Laufzeit solcher Geschäfte sind nicht standardisiert.

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

**Finanzstabilität** (financial stability): Zustand, in dem das Finanzsystem – also die Gesamtheit der Finanzintermediäre, Finanzmärkte und Marktinfrastrukturen – Schocks und Korrekturen von Ungleichgewichten auffangen kann. Finanzstabilität reduziert die Wahrscheinlichkeit einer ernsthaften Störung des Finanzintermediationsprozesses, d. h. das Risiko einer spürbaren Beeinträchtigung der effizienten Allokation von Ersparnissen in ertragreiche Investitionen.

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

**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 nahekommt.

**Geldmengenaggregat** (monetary aggregate): Summe des **Bargeldumlaufs** und bestimmter ausstehender Verbindlichkeiten von **monetären Finanzinstituten**, die eine recht hohe Liquidität aufweisen und von Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet**, die nicht den Zentralregierungen angehören, gehalten werden. Für das Wachstum von **M3** hat der **EZB-Rat** einen Referenzwert bekannt gegeben (siehe auch **Referenzwert für das Geldmengenwachstum**).

**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.

**Geldpolitischer Transmissionsmechanismus** (monetary policy transmission mechanism): Prozess, durch den sich geldpolitische Entscheidungen, z. B. Zinsbeschlüsse des **EZB-Rats** im Fall des **Euro-Währungsgebiets**, auf die Volkswirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen auswirken.

**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.

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

**Grundzüge der Wirtschaftspolitik** (Broad Economic Policy Guidelines – BEPGs): Vom **Rat der Europäischen Union** gemäß Artikel 121 Absatz 2 **AEUV** verabschiedete Grundzüge, die den Rahmen für die Festlegung der wirtschaftspolitischen Ziele der **Mitgliedstaaten** und der EU bilden.

**Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)** (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße für die Verbraucherpreisentwicklung, die von Eurostat ermittelt wird und für alle **Mitgliedstaaten** harmonisiert ist. Der HVPI ist der Preisindikator, anhand dessen die EZB die **Preisstabilität** quantitativ definiert.

**Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG)** (main refinancing operation – MRO): Regelmäßiges **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in Form einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. HRGs werden über wöchentliche **Standardtender** mit einer Laufzeit von in der Regel einer Woche abgewickelt.

**HRG**: siehe **Hauptrefinanzierungsgeschäft**.

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

**Inflationsindexierte Staatsanleihen** (inflation-indexed government bonds): **Schuldverschreibungen** der **öffentlichen Haushalte**, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

**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.

**Integrierte Leitlinien** (Integrated Guidelines): Vom **Rat der Europäischen Union** beschlossene Leitlinien für Wachstum und Beschäftigung, die die **Grundzüge der Wirtschaftspolitik** und die **beschäftigungspolitischen Leitlinien** vereinen.

**Interbankengeldmarkt** (interbank money market): Markt für kurzfristige Interbankkredite, in der Regel mit Laufzeiten zwischen einem Tag (täglich fällig oder sogar noch kürzer) und einem Jahr.

**Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors** (consolidated balance sheet of the MFI sector): Bilanz, die durch Saldierung der in der aggregierten **MFI-Bilanz** enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite und Einlagen bei MFIs) erstellt wird. Sie enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet** (z. B. **öffentlichen Haushalten** und sonstigen Nicht-MFIs im Euroraum) 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 Basis für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von **M3**.

**Konvergenzkriterien** (convergence criteria): In Artikel 140 Absatz 1 **AEUV** festgelegte Kriterien, die die **Mitgliedstaaten** erfüllen müssen, bevor sie den **Euro** einführen können: ein stabiles Preisniveau, solide öffentliche Finanzen (wobei für **Defizitquote** und Schuldenstand am BIP gemessene Obergrenzen gelten), ein stabiler Wechselkurs sowie niedrige und stabile langfristige Zinssätze. Darüber hinaus muss jeder Mitgliedstaat gewährleisten, dass die nationalen Rechtsvorschriften einschließlich der Satzung der jeweiligen nationalen Zentralbank sowohl mit dem **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union** als auch mit der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank 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): a) Unternehmen, das Einlagengeschäfte (Annahme fremder Gelder als Einlagen oder anderer rückzahlbarer Gelder des Publikums) und Kreditgeschäfte auf eigene Rechnung tätigt, oder b) Betreiber von E-Geldgeschäften (Ausgabe von Zahlungsmitteln in Form von elektronischem Geld), der kein Kreditinstitut im Sinne von a) ist.



**Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG)** (longer-term refinancing operation – LTRO): Kreditgeschäft mit einer Laufzeit von mehr als einer Woche, das vom **Eurosystem** in Form einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. Die regelmäßigen monatlichen Geschäfte haben eine Laufzeit von drei Monaten. Während der Finanzkrise wurden mit unterschiedlicher Häufigkeit zusätzliche Geschäfte mit Laufzeiten von einer Erfüllungsperiode bis zu einem Jahr durchgeführt.

**Langfristige Zinssätze** (long-term interest rates): Zinssätze oder Renditen verzinslicher finanzieller **Vermögenswerte** mit relativ langer Restlaufzeit. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen werden häufig als Benchmark für die langfristigen Zinssätze herangezogen.

**Leitzinsen der EZB** (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom **EZB-Rat** festgelegt werden und den geldpolitischen Kurs der **Europäischen Zentralbank** widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um die Zinssätze für die **Hauptrefinanzierungsgeschäfte**, die **Spitzenrefinanzierungsfazilität** und die **Einlagefazilität**.

**Lohnstückkosten** (unit labour costs): Messgröße der Gesamtarbeitskosten je Produkteinheit, die für das **Euro-Währungsgebiet** als Quotient aus dem gesamten Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und der Arbeitsproduktivität (definiert als (reales) BIP je Erwerbstätigen) berechnet wird.

**LRG**: siehe **Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft**.

**M1**: Eng gefasstes Geldmengenaggregat, das den **Bargeldumlauf** und die täglich fälligen Einlagen bei **MFIs** und bei Zentralstaaten (z. B. bei der Post oder dem Schatzamt) umfasst.

**M2**: Mittleres Geldmengenaggregat, das **M1** sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. kurzfristige Termineinlagen) bei **MFIs** und bei Zentralstaaten umfasst.

**M3**: Weit gefasstes Geldmengenaggregat, das **M2** sowie marktfähige Finanzinstrumente, insbesondere **Repogeschäfte**, Geldmarktfondsanteile und von **MFIs** begebene **Schuldverschreibungen** mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umfasst.

**Marginaler Zinssatz** (marginal interest rate): Zinssatz, bei dem das gewünschte Zuteilungsvolumen im Tendersverfahren erreicht wird.

**Mengentender** (fixed rate tender): Tendersverfahren, 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.

**MFIs**: siehe **Monetäre Finanzinstitute (MFIs)**.

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

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

**Mindestreserve-Erfüllungsperiode** (maintenance period): Zeitraum, für den die von den **Kreditinstituten** einzuhaltende **Mindestreservepflicht** berechnet wird. Die Erfüllungsperiode beginnt am Abwicklungstag des ersten **Hauptrefinanzierungsgeschäfts** nach jener Sitzung des **EZB-Rats**, für die die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist. Die **Europäische Zentralbank** veröffentlicht mindestens drei Monate vor Jahresbeginn einen Kalender für die Mindestreserve-Erfüllungsperioden.

**Mindestreserven** (minimum reserves): Mindestbetrag an Reserven, 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 Multiplikation der reservepflichtigen Bilanzpositionen des Instituts mit den jeweiligen Mindestreservesätzen berechnet. Von dem so berechneten Mindestreserve-Soll können die Institute einen pauschalen Freibetrag abziehen.

**Mindestreservepflicht (Mindestreserve-Soll)** (reserve requirement): Verpflichtung eines **Kreditinstituts**, innerhalb einer vorgegebenen **Mindestreserve-Erfüllungsperiode** Mindestreserven in bestimmter Höhe beim **Eurosystem** zu halten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserve Guthabens innerhalb der Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

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

**Mindestreserve-Soll**: siehe **Mindestreservepflicht** .

**Mitgliedstaat** (member state): Mitgliedstaat der Europäischen Union.

**Monetäre Basis** (monetary base): **Bargeldumlauf** (Banknoten und Münzen) zuzüglich der **Mindestreserven**, die die **Kreditinstitute** beim **Eurosystem** unterhalten müssen, sowie der freiwillig im Rahmen der Einlagefazilität des Eurosystems gehaltenen Überschussreserven, die allesamt in der Bilanz des Eurosystems als Verbindlichkeiten ausgewiesen werden. Die monetäre Basis wird auch als „Basisgeld“ bezeichnet.

**Monetäre Finanzinstitute (MFIs)** (monetary financial institutions – MFIs): Finanzinstitute, die in ihrer Gesamtheit den Geldschöpfungssektor des **Euro-Währungsgebiets** bilden. Hierzu zählen das **Eurosystem**, gebietsansässige **Kreditinstitute** im Sinne des EU-Rechts 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 bzw. in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie **Geldmarktfonds**, d. h. Fonds, die in kurzfristige und risikoarme Anlageformen, in der Regel mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr, investieren.

**Nationale Zentralbank (NZB)** (national central bank – NCB): Zentralbank eines **Mitgliedstaats** der Europäischen Union.

**Neutralität des Geldes** (neutrality of money): Volkswirtschaftliches Grundprinzip, dem zufolge 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 Kapitalgesellschaft** (non-financial corporation): Kapitalgesellschaft oder Quasi-Kapitalgesellschaft, die keine finanzielle Mittlertätigkeit ausübt, sondern in ihrer Hauptfunktion Waren und nichtfinanzielle Dienstleistungen produziert.

**Nominaler effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro** (nominal effective exchange rate (EER) of the euro): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des **Euro-Währungsgebiets**. Die **Europäische Zentralbank** veröffentlicht nominale effektive Wechselkursindizes für den **Euro** gegenüber einem eng gefassten und einem weit gefassten Kreis von Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euroraums wider.

**Notenbankfähige Sicherheiten (zugelassene Sicherheiten)** (eligible assets – eligible collateral): **Vermögenswerte**, die als Sicherheiten für Kreditgeschäfte des **Eurosystems** verwendet werden können.

**NZB**: siehe **Nationale Zentralbank**.

**Offenheitsgrad** (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.

**Offenmarktgeschäft** (open market operation): Auf Initiative der Zentralbank durchgeführtes Finanzmarktgeschäft. Die Offenmarktgeschäfte des **Eurosystems** lassen sich im Hinblick auf Zielsetzung, Rhythmus und Verfahren in vier Gruppen unterteilen: **Hauptrefinanzierungsgeschäfte**, **längerfristige Refinanzierungsgeschäfte**, **Feinststeuerungsoperationen** und **strukturelle Operationen**. Verfahrenstechnisch liegt der Schwerpunkt auf **befristeten Transaktionen**; alle vier Geschäftstypen können als befristete Transaktionen abgewickelt werden. Darüber hinaus können bei strukturellen Operationen **Schuldverschreibungen** begeben und endgültige Käufe bzw. Verkäufe getätigt werden. **Feinststeuerungsoperationen** können in Form von endgültigen Käufen bzw. Verkäufen, **Devisenswapgeschäften** und durch die Hereinnahme von Termineinlagen abgewickelt werden.

**Öffentliche Haushalte (Staat)** (general government): Sektor, der laut dem **Euro-päischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95)** gebietsansässige Einheiten umfasst, deren Hauptfunktion darin besteht, nicht marktbestimmte Waren und Dienstleistungen für den Individual- und Kollektivkonsum bereitzustellen und/oder die Einkommen und Vermögen umzuverteilen. Darin enthalten sind die Teilsektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbszweck, wie beispielsweise staatliche Unternehmen, zählen nicht zum Staatssektor.

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

**Optionen** (options): Finanzinstrumente, die den Inhaber berechtigen, aber nicht verpflichten, bestimmte **Vermögenswerte** wie Anleihen oder Aktien zu einem im Voraus festgelegten Preis (Ausübungs- oder Basispreis) (bis) zu einem bestimmten künftigen Zeitpunkt (Ausübungs- oder Fälligkeitstag) zu kaufen oder 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): Vorrangiges Ziel des **Eurosystems**, das vom EZB-Rat als Anstieg des **Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)** für das **Euro-Währungsgebiet** von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr definiert wird. Der EZB-Rat hat außerdem deutlich gemacht, dass sein Streben nach Preisstabilität darauf ausgerichtet ist, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.

**Private Haushalte** (households): Einer der institutionellen Sektoren im **Euro-päischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95)**. Er umfasst Einzelpersonen und Gruppen von Einzelpersonen in ihrer Funktion als Konsumenten, aber 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.

**Programm für die Wertpapiermärkte** (Securities Markets Programme – SMP): Programm der **Europäischen Zentralbank** zur Intervention an den Märkten für öffentliche und private **Schuldverschreibungen** im **Euro-Währungsgebiet**. Mit

den Interventionen soll eine entsprechende Markttiefe und Liquidität in gestörten Marktsegmenten gewährleistet werden, um die Funktionsfähigkeit des **geldpolitischen Transmissionsmechanismus** wiederherzustellen.

**Projektionen** (projections): siehe **Von Experten des Eurosystems/der EZB erstellte Projektionen**.

**Rat der Europäischen Union (EU-Rat)** (Council of the European Union – Council): Organ der EU, das aus Vertretern der Regierungen der **Mitgliedstaaten** – normalerweise den fachlich zuständigen Ministern – sowie dem betreffenden EU-Kommissar besteht. Der in der Zusammensetzung der Wirtschafts- und Finanzminister tagende EU-Rat wird häufig als **ECOFIN-Rat** bezeichnet.

**Rat der Europäischen Zentralbank (EZB-Rat)** (Governing Council of the ECB): Oberstes Beschlussorgan der **Europäischen Zentralbank**, das sich aus den Mitgliedern des **EZB-Direktoriums** und den Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten des **Euro-Währungsgebiets** zusammensetzt.

**Realer effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro** (real effective exchange rate (EER) of the euro): Nominaler effektiver **Wechselkurs** deflationiert mit dem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen oder Kosten. Damit ist er ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit.

**Rechenschaftspflicht** (accountability): Verpflichtung einer unabhängigen Institution, ihre Entscheidungen vor den Bürgerinnen und Bürgern und deren gewählten Vertretern zu erläutern und zu rechtfertigen, um Rechenschaft über die Erfüllung ihrer Ziele abzulegen.

**Referenzwert für das Geldmengenwachstum** (reference value for monetary growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge **M3**, die als mit dem Ziel der **Preisstabilität** auf mittlere Frist vereinbar gilt.

**Referenzwert für die Finanzlage** (reference value for the fiscal position): Das dem **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV)** beigefügte Protokoll Nr. 12 über das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** gibt explizite Referenzwerte für die öffentliche **Defizitquote** (3 %) und die öffentliche **Schuldenquote** (60 %) an (siehe auch **Stabilitäts- und Wachstumspakt**).

**Rentenmarkt** (debt market): Markt, an dem Schuldtitel begeben und gehandelt werden. Verbriefte Schuldtitel sind vom Emittenten bei Fälligkeit zurückzuzahlen.

**Repogeschäft**: siehe **Pensionsgeschäft**.

**Rückkaufvereinbarung** (repurchase agreement): Verfahren zur Mittelaufnahme, wobei ein **Vermögenswert** (üblicherweise festverzinsliche Wertpapiere) verkauft und anschließend vom Verkäufer zu einem etwas höheren Preis (d. h. inklusive Sollzinsen) zurückgekauft wird.

**Schuldenquote** (debt ratio): Eines der in Artikel 126 Absatz 2 **AEUV** festgelegten finanzpolitischen Konvergenzkriterien, 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. 12 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.

**Schuldverschreibung** (debt security): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) Zahlungen zu einem oder mehreren Terminen zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit Kupons ausgestattet) und/oder werden mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft. Die Statistik der **Europäischen Zentralbank** zu den Schuldverschreibungen enthält Geldmarktpapiere und grundsätzlich auch Privatplatzierungen.

**Sicherheiten** (collateral): **Vermögenswerte** oder Verpflichtungen eines Dritten, die vom Sicherungsnehmer zur Besicherung einer Verbindlichkeit des Sicherungsgebers akzeptiert werden.

**Sondermaßnahmen** (non-standard measures): Maßnahmen der **Europäischen Zentralbank**, die vor dem Hintergrund von Störungen in einigen Finanzmarktsegmenten und im Finanzsystem zur Verbesserung der effektiven Transmission der Zinsbeschlüsse auf die Gesamtwirtschaft des **Euro-Währungsgebiets** ergriffen werden.

**Sonstige Finanzintermediäre (SFIs)** (other financial intermediaries – OFIs): Kapitalgesellschaften oder Quasi-Kapitalgesellschaften (ausgenommen Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen), deren Hauptfunktion in der finanziellen Mittlertätigkeit liegt und die zu diesem Zweck gegenüber anderen institutionellen Einheiten (ausgenommen **MFIs**) Verbindlichkeiten (außer in Form von Zahlungsmitteln, Einlagen bzw. Einlagensubstituten) eingehen. Zu den SFIs zählen insbesondere Gesellschaften, die überwiegend im Bereich der langfristigen Finanzierung tätig sind, wie Finanzierungsleasinggesellschaften, eigens zur Haltung verbriefter **Vermögenswerte** geschaffene finanzielle Mantelkapitalgesellschaften, sonstige finanzielle Holdinggesellschaften, Wertpapierhändler und Derivatehändler (auf eigene Rechnung), Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften und im Bereich der Entwicklungsfinanzierung tätige Unternehmen.

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

**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 mit dem Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts im Einklang steht und einen angemessenen Sicherheitsspielraum zur Vermeidung eines übermäßigen Defizits vorsieht. **Mitgliedstaaten**, die nicht dem **Euro-Währungsgebiet** angehören, müssen laut dem **Stabilitäts- und Wachstumspakt** jährlich ein Konvergenzprogramm vorlegen.

**Stabilitäts- und Wachstumspakt** (Stability and Growth Pact): Rahmenwerk zur Gewährleistung gesunder Staatsfinanzen in den **Mitgliedstaaten** als Mittel zur Verbesserung der Voraussetzungen für **Preisstabilität** und für ein starkes, nachhaltiges und beschäftigungsförderndes Wachstum. Zu diesem Zweck enthält der Pakt die Auflage für die Mitgliedstaaten, mittelfristige Haushaltsziele festzulegen, sowie genaue Bestimmungen im Hinblick auf das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit**. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt besteht aus der Entschließung des **Europäischen Rates** von Amsterdam über den Stabilitäts- und Wachstumspakt vom 17. Juni 1997 sowie zwei Verordnungen des **EU-Rats**, nämlich a) Verordnung (EG) Nr. 1466/97 vom 7. Juli 1997 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken in der durch Verordnung (EG) Nr. 1055/2005 vom 27. Juni 2005 geänderten Fassung, und b) Verordnung (EG) Nr. 1467/97 vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit in der durch Verordnung (EG) Nr. 1056/2005 vom 27. Juni 2005 geänderten Fassung. Ergänzende Bestandteile des Pakts sind ferner der Bericht des **ECOFIN-Rats** über die „Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“ (verabschiedet vom Europäischen Rat von Brüssel am 22. und 23. März 2005) sowie ein Verhaltenskodex mit dem Titel „Spezifikationen für die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie Leitlinien zu Inhalt und Form der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme“ (verabschiedet vom ECOFIN-Rat am 11. Oktober 2005).

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

**Ständige Fazilität** (standing facility): Kreditfazilität einer Zentralbank, die von den **Geschäftspartnern** auf eigene Initiative in Anspruch genommen werden kann. Das **Eurosystem** bietet zwei ständige Übernachtfazilitäten an: 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.

**Survey of Professional Forecasters (SPF)**: Umfrage, die von der **EZB** seit dem Jahr 1999 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden die gesamtwirtschaftlichen Prognosen einer Gruppe von Fachleuten aus Finanzinstituten und nicht-finanziellen Institutionen in der EU in Bezug auf Inflation, Wachstum des realen BIP und Arbeitslosigkeit im **Euro-Währungsgebiet** ermittelt.

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

**Systemrisiko** (systemic risk): Risiko, dass die Zahlungsunfähigkeit eines Marktteilnehmers dazu führt, dass andere Marktteilnehmer nicht mehr in der Lage sind, ihre Verpflichtungen bei Fälligkeit zu erfüllen. In der Folge kann es zu Übertragungseffekten (z. B. in Form von erheblichen Liquiditäts- oder Kreditproblemen) kommen, die eine Bedrohung für die Stabilität des Finanzsystems bzw. das Vertrauen in das Finanzsystem darstellen. Die Zahlungsunfähigkeit kann operationale oder finanzielle Ursachen haben.

**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 nicht übertragbare Guthaben, die auf Antrag oder bis zum Geschäftsschluss des folgenden Tages verfügbar sind. Täglich fällige Einlagen sind in **M1** (und damit auch in **M2** und **M3**) enthalten.

**TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)**: Echtzeit-Bruttosystem des **Eurosystems** für Zahlungen in **Euro**. Die erste Systemgeneration wurde im Mai 2008 durch **TARGET2** ersetzt.

**TARGET2**: Zweite Systemgeneration von **TARGET**, die Euro-Zahlungen in Zentralbankgeld abwickelt und auf einer Gemeinschaftsplattform basiert, über die sämtliche Zahlungsaufträge verarbeitet werden.

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

**Transmissionsmechanismus**: siehe **Geldpolitischer Transmissionsmechanismus**.

**Umfrage zum Kreditgeschäft** (Bank Lending Survey – BLS): Umfrage zur Kreditvergabepolitik, die vom Eurosystem seit Januar 2003 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden einer fest vorgegebenen Gruppe von Banken im **Euro-Währungsgebiet** qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage im Geschäft mit Unternehmen sowie privaten Haushalten gestellt.

**Unabhängigkeit der Zentralbanken** (central bank independence): Rechtsvorschrift, die garantiert, dass eine Zentralbank ihre Aufgaben und Pflichten ohne Einflussnahme der Politik ausüben kann. In Artikel 130 **AEUV** ist der Grundsatz der Unabhängigkeit der Zentralbanken für das **Euro-Währungsgebiet** festgeschrieben.



**Verbindlichkeit** (liability): Im Rahmen vorangegangener Transaktionen eingegangene, gegenwärtige Verpflichtung eines Unternehmens, aus deren Erfüllung der Abfluss von Ressourcen – und damit von Ertragsquellen – aus dem Unternehmen absehbar ist.

**Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** (excessive deficit procedure): Das in Artikel 126 **AEUV** festgelegte und in Protokoll Nr. 12 über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit näher definierte Verfahren verpflichtet die **Mitgliedstaaten** zur Einhaltung der Haushaltsdisziplin, legt die Kriterien fest, auf deren Grundlage entschieden wird, ob ein übermäßiges Defizit besteht, und bestimmt die weitere Vorgehensweise für den Fall, dass die Kriterien hinsichtlich der Haushaltslage bzw. des öffentlichen Schuldenstands nicht erfüllt werden. Ergänzt werden diese Bestimmungen durch Verordnung (EG) Nr. 1467/97 des Rates vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit (in der durch Verordnung (EG) Nr. 1056/2005 des Rates vom 27. Juni 2005 geänderten Fassung), die Teil des **Stabilitäts- und Wachstumspakts** ist.

**Vermögenswert** (asset): Im Rahmen vorangegangener Transaktionen von einem Unternehmen erworbenes Wirtschaftsgut, aus dessen Besitz künftige Erträge für das Unternehmen absehbar sind.

**Verträge** (Treaties): Sofern nicht anders angegeben, beziehen sich sämtliche Verweise auf die „Verträge“ in der vorliegenden Veröffentlichung auf den **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union** und den Vertrag über die Europäische Union.

**Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV)** (Treaty on the Functioning of the European Union – TFEU): Nach Inkrafttreten des **Vertrags von Lissabon** am 1. Dezember 2009 wurde der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft in Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union umbenannt. Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) wurde am 25. März 1957 in Rom unterzeichnet (daher auch die Bezeichnung „Vertrag von Rom“) und trat am 1. Januar 1958 in Kraft. Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft wurde anschließend durch den Vertrag über die Europäische Union („Vertrag von Maastricht“) geändert, der am 7. Februar 1992 in Maastricht unterzeichnet wurde und am 1. November 1993 in Kraft trat, womit die Europäische Union begründet wurde. Weitere Änderungen des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft sowie des Vertrags über die Europäische Union erfolgten durch den Vertrag von Amsterdam, der am 2. Oktober 1997 unterzeichnet wurde und am 1. Mai 1999 in Kraft trat, den Vertrag von Nizza, der am 26. Februar 2001 unterzeichnet wurde und am 1. Februar 2003 in Kraft trat, und zuletzt durch den Vertrag von Lissabon. Dementsprechend richten sich die angegebenen Artikelnummern nach der seit dem 1. Dezember 2009 gültigen Nummerierung.

**Vertrag von Lissabon** (Treaty of Lisbon – Lisbon Treaty): Vertrag zur Änderung der beiden Kernverträge der EU, nämlich des Vertrags über die Europäische Union und des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, der in **Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union** umbenannt wurde.

Der Vertrag von Lissabon wurde am 13. Dezember 2007 in der portugiesischen Hauptstadt unterzeichnet und trat am 1. Dezember 2009 in Kraft.

**Von Experten des Eurosystems/der EZB erstellte Projektionen** (Eurosystem/ ECB staff projections): Ergebnisse der von Experten des **Eurosystems/der EZB** 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): EU-Ausschuss, der an der Vorbereitung der Arbeit des **ECOFIN-Rats** und der Europäischen Kommission mitwirkt. In Artikel 134 Absatz 2 **AEUV** sind die Aufgaben des WFA angeführt, darunter auch die Beobachtung der Wirtschafts- und Finanzlage der **Mitgliedstaaten** und der EU sowie die haushaltspolitische Überwachung.

**Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** (Economic and Monetary Union – EMU): Der nach den Bestimmungen des EG-Vertrags dreistufige Prozess, der zur Einführung des **Euro** als der gemeinsamen Währung und zur Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik im **Euro-Währungsgebiet** sowie zur Abstimmung der nationalen Wirtschaftspolitik der **Mitgliedstaaten** führte. Die dritte und letzte Stufe begann am 1. Januar 1999 mit der Übertragung der geldpolitischen Zuständigkeit auf die **Europäische Zentralbank** und der Einführung des Euro (als Buchgeld). Die Bargeldumstellung am 1. Januar 2002 stellte die letzte Etappe auf dem Weg zur Vollendung der WWU dar.

**WKM II (Wechselkursmechanismus II)** (ERM II – exchange rate mechanism II): Rahmen für die wechselkurspolitische Zusammenarbeit zwischen den Euro-Ländern und den **Mitgliedstaaten** außerhalb des **Euro-Währungsgebiets**. Der WKM II ist eine multilaterale Vereinbarung mit festen, aber anpassbaren Leitkursen und einer Standardschwankungsbandbreite von  $\pm 15\%$ . Entscheidungen über die Leitkurse und gegebenenfalls engere Bandbreiten werden in gegenseitigem Einvernehmen zwischen dem betreffenden Mitgliedstaat, den Ländern des Euro-Währungsgebiets, der **Europäischen Zentralbank** und den anderen am WKM II teilnehmenden Mitgliedstaaten getroffen. Alle Teilnehmer am WKM II einschließlich der EZB haben das Recht, ein vertrauliches Verfahren zur Änderung der Leitkurse einzuleiten (Realignment).

**Zinsstrukturkurve** (yield curve): Grafische Darstellung des Verhältnisses von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von hinreichend homogenen **Schuldverschreibungen** mit unterschiedlichen Fälligkeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt.

Die Steigung der Zinsstrukturkurve lässt sich als die Differenz zwischen den Zinssätzen bzw. Renditen für zwei ausgewählte Restlaufzeiten berechnen.

**Zinstender** (variable rate tender): Tenderverfahren, 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 bis 2010), *Jahresberichte*.

EZB (2000 bis 2010), *Konvergenzberichte*.

EZB (2006), Währungs- und Wechselkursvereinbarungen des Euro-Währungsgebiets mit ausgewählten Drittländern und Hoheitsgebieten, *Monatsbericht*, April.

EZB (2008), *Monatsbericht – 10 Jahre EZB*, Sonderausgabe, Mai.

EZB (2008), Gemeinsame Geldpolitik und nationale Finanzpolitik vor dem Erfordernis eines reibungslosen Funktionierens der WWU, *Monatsbericht*, Juli.

EZB (2009), Rotation der Stimmrechte im EZB-Rat, *Monatsbericht*, Juli.

EZB (2010), Entwicklung und Perspektiven der Beziehungen der EZB zu den Organen und Einrichtungen der Europäischen Union, *Monatsbericht*, Januar.

### **Sonstige Dokumente**

Bini Smaghi, L. und Gros, D. (2000), *Open Issues in European Central Banking*, Macmillan Press.

Constâncio, V. (2010), The establishment of the European Systemic Risk Board – challenges and opportunities, Rede anlässlich des Eurofi Financial Forum, einleitende Bemerkungen auf der Plenarsitzung zum Thema „Implementing the de Larosière Agenda“, Brüssel, 29. September 2010.

Europäisches Währungsinstitut (1998), *Konvergenzbericht*, März.

Jung, A., Moutot, P. und Mongelli, F. P. (2010), How are the Eurosystem's monetary policy decisions prepared?, in: *Journal of Common Market Studies*, Bd. 48(2), S. 319-346.

Scheller, H.-P. (2006), *Die Europäische Zentralbank – Geschichte, Rolle und Aufgaben*, zweite überarbeitete Fassung.

Tumpel-Gugerell, G. (2008), Ten years of European Monetary Union – what is the role of national central banks today?, Rede anlässlich der High Level Evening Panel Discussion der Oesterreichischen Nationalbank, Brüssel, 6. Mai 2008.

## KAPITEL 2

### **Amtliche EZB-Veröffentlichungen**

EZB (2005), Vergleichbarkeit von Statistiken für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan, *Monatsbericht*, April.

EZB (2005), Die Lissabon-Strategie – fünf Jahre später, *Monatsbericht*, Juli.

EZB (2005), Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, *Monatsbericht*, August.

EZB (2005), Indicators of financial integration in the euro area, *Technical Report*, September.

EZB (2006), Finanzpolitik und Finanzmärkte, *Monatsbericht*, Februar.

EZB (2006), Die Bedeutung von Reformen der Staatsausgaben für Wirtschaftswachstum und Stabilität, *Monatsbericht*, April.

EZB (2006), Demografischer Wandel im Euro-Währungsgebiet: Projektionen und Konsequenzen, *Monatsbericht*, Oktober.

- EZB (2007), Die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet auf dem Prüfstand, *Monatsbericht*, Februar.
- EZB (2007), Vom Staatsdefizit zum Schuldenstand – Überbrückung der Lücke, *Monatsbericht*, April.
- EZB (2007), *The euro bonds and derivatives markets*, Juni.
- EZB (2008), Die Analyse des Euro-Geldmarkts aus geldpolitischer Sicht, *Monatsbericht*, Februar.
- EZB (2008), *Monatsbericht – 10 Jahre EZB*, Sonderausgabe, Mai.
- EZB (2008), Gemeinsame Geldpolitik und nationale Finanzpolitik vor dem Erfordernis eines reibungslosen Funktionierens der WWU, *Monatsbericht*, Juli.
- EZB (2008), Zehn Jahre Stabilitäts- und Wachstumspakt, *Monatsbericht*, Oktober.
- EZB (2009), Die Staatsausgaben in der Europäischen Union in der Gliederung nach Aufgabenbereichen, *Monatsbericht*, April.
- EZB (2009), *Euro money market survey*, September.
- EZB (2010), Anwartschaften der privaten Haushalte aus staatlichen Alterssicherungssystemen im Euro-Währungsgebiet – Ergebnisse des überarbeiteten Systems der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, *Monatsbericht*, Januar.
- EZB (2010), Arbeitsmarktanpassungen an die Rezession im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, Juli.
- EZB (2010), Harmonisierte Statistik der EZB zu den Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet und ihr analytischer Nutzen für die Geldpolitik, *Monatsbericht*, August.
- EZB (2010), *Euro money market study 2010*, Dezember.

### **Sonstige Dokumente**

- Briotti, M.G. (2005), Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature, *Occasional Paper Series*, Nr. 38, EZB, Oktober.
- Buldorini, L., Makrydakakis, S. und Thimann, C. (2002), The effective exchange rates of the euro, *Occasional Paper Series*, Nr. 2, EZB, Februar.
- Giammarioli, N., Nickel, C., Rother, P. und Vidal, J.-P. (2007), Assessing fiscal soundness, *Occasional Paper Series*, Nr. 56, EZB, März.
- Morris R., Ongena, H. und Schuknecht, L. (2006), The reform and implementation of the Stability and Growth Pact, *Occasional Paper Series*, Nr. 47, EZB, Juni.
- Moutot, P. (Hrsg.), Gerdesmeier, D., Lojschová, A. und von Landesberger, J. (2007), The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area, *Occasional Paper Series*, Nr. 75, EZB, Oktober.
- Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des EZB (2006), Competition, productivity and prices in the euro area services sector, *Occasional Paper Series*, Nr. 44, EZB, April.
- Stark, J. (2009), Monetary and fiscal policy: criteria and timing for the phasing out of crisis measures, Rede anlässlich des 80. Kieler Konjunkturgesprächs, Berlin, 15. September 2009.
- Trichet, J.-C. (2009), European financial integration, Rede anlässlich des 23. Internationalen ZinsFORUMs „Zinsen 2009“, Frankfurt am Main, 11. Dezember 2008.
- Van Riet, A. (Hrsg.) (2010), Euro area fiscal policies and the crisis, *Occasional Paper Series*, Nr. 109, EZB, April.

## 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), Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB, *Monatsbericht*, November.
- EZB (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, Juni.
- 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 (2004), Monetäre Analyse in Echtzeit, *Monatsbericht*, Oktober.
- EZB (2005), Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum, *Monatsbericht*, Mai.
- EZB (2005), Harmonisierter Verbraucherpreisindex: Konzept, Eigenschaften und bisherige Erfahrungen, *Monatsbericht*, Juli.
- EZB (2006), Die Berechenbarkeit der Geldpolitik der EZB, *Monatsbericht*, Januar.
- EZB (2007), Die Vermittlung der Geldpolitik an die Finanzmärkte, *Monatsbericht*, April.
- EZB (2008), Preisstabilität und Wachstum, *Monatsbericht*, Mai.
- EZB (2008), Die Rolle der Banken im geldpolitischen Transmissionsprozess, *Monatsbericht*, August.
- EZB (2009), Zentralbankkommunikation in Zeiten höchster Unsicherheit, *Monatsbericht*, November.
- EZB (2009), Monetäre Analyse im Umfeld der Finanzmarkturbulenzen, *Monatsbericht*, November.
- EZB (2009), New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges, Pressemitteilung, 3. Dezember 2009.
- EZB (2010), *ECB statistics: a brief overview*, April.
- EZB (2010), Die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet ein Jahrzehnt nach der Einführung des Euro, *Monatsbericht*, Mai.
- EZB (2010) Die „Große Inflation“: Lehren für die Geldpolitik, *Monatsbericht*, Mai.
- EZB (2010), Instrumente zur Erstellung kurzfristiger Projektionen der Inflation im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, April
- EZB (2010), Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, *Monatsbericht*, Oktober.
- EZB (2010), Weiterentwicklung der monetären Analyse, *Monatsbericht*, November.
- EZB (2010), Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, *Monatsbericht*, November.

## Sonstige Dokumente

- Altunbas, Y., Gambacorta, L. und Marqués-Ibáñez, D. (2010), Does monetary policy affect bank risk-taking?, *Working Paper Series*, Nr. 1166, EZB.
- Angeloni, I., Kashyap, A. und Mojon, B. (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press.
- Beyer, A. und Reichlin, L. (Hrsg.) (2006), *The role of money – money and monetary policy in the 21st century*, Vierte Zentralbankkonferenz der EZB, November.
- Borio, C. und Zhu, H. (2008), Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?, *Working Paper Series*, Nr. 268, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.
- 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, Schreiben des Präsidenten der EZB an die Vorsitzende des Ausschusses für Wirtschaft und Währung, Christa Randzio-Plath, 16. Oktober 2001.
- Duisenberg, W. (2001), The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability, Schreiben des Präsidenten der EZB an die Vorsitzende des Ausschusses für Wirtschaft und Währung, Christa Randzio-Plath, 13. Dezember 2001.
- EZB (2003), Herrero, A., Gaspar, V., Hoogduin, L., Morgan J. und Winkler, B. (Hrsg.) (2001), *Why price stability?*, Erste Zentralbankkonferenz der EZB, Juni.
- González-Páramo, J. M. (2009), National Accounts for monetary policy making – reflections on the use of the euro area accounts in the light of the financial crisis, Rede anlässlich der von Eurostat veranstalteten National Accounts Conference 2009 „Reading the present to prepare the future“, Brüssel, 16. September 2009.
- Issing, O. (Hrsg.) (2003), *Background studies for the EZB's evaluation of its monetary policy strategy*, November.
- Issing, O. (2005), Communication, transparency, accountability – monetary policy in the twenty-first century, in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Bd. 87(2), S. 65-83.
- Moutot, P. und Vitale, G. (2009), Monetary policy strategy in a global environment, *Occasional Paper Series*, Nr. 106, EZB, August.
- Papademos, L. (2009), Financial stability and macro-prudential supervision – objectives, instruments and the role of the ECB, Rede anlässlich der ECB Watchers Conference, Frankfurt am Main, 4. September 2009.
- Papademos, L. und Stark, J. (Hrsg.) (2010), *Enhancing monetary analysis*, EZB.
- Stark, J. (2010), Enhancing the ECB's monetary analysis – what have we learnt?, Rede anlässlich der ECB Watchers Conference, Frankfurt am Main, 9. Juli 2010.
- Trichet, J.-C. (2009), Credible alertness revisited, Rede anlässlich des von der Federal Reserve of Kansas veranstalteten Jahressymposiums, Jackson Hole, Wyoming, 22. August 2009.
- Trichet, J.-C. (2009), The ECB's exit strategy, Rede anlässlich der ECB Watchers Conference, Frankfurt am Main, 4. September 2009.



## KAPITEL 4

### Amtliche EZB-Veröffentlichungen

- EZB (2002), Die Liquiditätssteuerung der EZB, *Monatsbericht*, Mai.
- EZB (2003), Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems, *Monatsbericht*, August.
- EZB (2005), Erste Erfahrungen mit den Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems, *Monatsbericht*, Februar.
- EZB (2008), *Monatsbericht – 10 Jahre EZB*, Sonderausgabe, Mai.
- EZB (2009), Die Umsetzung der Geldpolitik seit August 2007, *Monatsbericht*, Juli.
- EZB (2010), Der geldpolitische Kurs der EZB während der Finanzkrise, *Monatsbericht*, Januar.
- EZB (2010), Liquiditätsbedingungen und geldpolitische Geschäfte in der Zeit vom 10. Februar bis zum 11. Mai 2010, *Monatsbericht*, Juni.
- EZB (2010), Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, *Monatsbericht*, Oktober.
- EZB (2011), *Die Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems*, November.

### Sonstige Dokumente

- Bindseil, U. (2004), *Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present*, Oxford University Press.
- Mercier, P. (2009), The Liquidity Management of the Eurosystem during the Financial Turmoil, in: *Revue Bancaire et Financière*, Bd. 2-3, S. 96-104.
- Mercier, P. und Papadia, F. (Hrsg.) (2011), *Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, Oxford University Press.
- Trichet, J.-C (2010), The financial crisis and the ECB's response, in: *Journal of Common Market Studies*, Bd. 48, S. 7-19.

## 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
- Editorials des EZB-Monatsberichts
- Stellungnahmen des Präsidenten vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments
- Jahresberichte der EZB

- EZB (2008), *Monatsbericht – 10 Jahre EZB*, Sonderausgabe, Mai.
- EZB (2010), Der geldpolitische Kurs der EZB während der Finanzkrise, *Monatsbericht*, Januar.
- EZB (2010) Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, *Monatsbericht*, Oktober.

### **Sonstige Dokumente**

Internationaler Währungsfonds, Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries, diverse Ausgaben.

Issing, O. (2000), The ECB's Monetary Policy: Experience after the First Year, in: *Journal for Policy Modelling*, Bd. 22(3), S. 325-343.

Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Economic Surveys: Euro Area, diverse Ausgaben.

Trichet, J.-C. (2010), The financial crisis and the ECB's response, in: *Journal of Common Market Studies*, Bd. 48, S. 7-19.

Trichet, J.-C. (2010), Reflections on the nature of monetary policy non-standard measures and finance theory, Eröffnungsansprache auf der Sechsten Zentralbankkonferenz der EZB, Frankfurt am Main, 18. November 2010.

## INDEX

- Aktienmarkt 44, 48-49, 145  
Anleihemarkt 81, 135, 145  
Arbeitslos 30-32, 145  
Arbeitslosenquote 30-32, 79, 145  
Bargeldumlauf 52-53, 101, 145  
Befristete Transaktion 103-104,  
116-117, 145  
Beschäftigungspolitische Leitlinien  
145  
Bewertungsabschlag 42, 107-108, 145  
Bilateraler Leitkurs 143  
Breakeven-Inflationsrate 80-81, 145  
Buchkredite 87, 146  
Defizitquote 37, 146  
Deflation 9, 60-61, 71-72, 74, 146  
Derivat 42-45, 54, 81, 146  
Devisenswap 44-45, 103, 105, 116,  
122, 146  
Dritte Stufe der WWU 33, 37, 44, 99,  
106, 111, 124, 127-128, 141-143,  
146, 162  
ECOFIN-Rat 14, 146, 157, 159, 162  
ECU (Europäische Währungseinheit)  
146  
Effektive Wechselkurse 79, 129, 155,  
157  
Einlagefazilität 101, 103, 105,  
108-109, 117-123, 146  
Einlagen mit vereinbarter Kündigungs-  
frist 52-53, 110, 146-147  
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit  
52-53, 110, 147  
Endgültiger Kauf bzw. Verkauf 103,  
106, 116-117, 147  
Erweitere Maßnahmen zur Unter-  
stützung der Kreditvergabe 11, 98,  
128, 135, 137, 147  
Erweiterter Rat der EZB 18-20, 147  
Erweiterung des Euro-Währungs-  
gebiets 13, 20, 50  
Erwerbsbeteiligung 30-32, 78, 147  
Erwerbspersonen 30-31, 147  
Euro 7, 10, 13-14, 20, 22-23, 25-57,  
79, 98, 111, 116, 127-143, 148  
Euro Interbank Offered Rate  
(EURIBOR) 42, 44-45, 136, 148  
Euro Overnight Index Average  
(EONIA) 44-45, 108-110, 136,  
138-139, 147  
Eurogruppe 14, 148  
Europäische Kommission 16, 23-27,  
34, 70, 73, 79, 141, 143, 148  
Europäische Union (EU) 7, 9, 13-14,  
19, 22-28, 33, 36-37, 62, 69, 94,  
98, 102, 139, 141-142  
Europäische Zentralbank (EZB)  
7-28, 33, 36-37, 42-45, 49-52, 59,  
67-100, 104-111, 114, 116-117,  
124-128, 133-143, 149  
Europäischer Rat (vgl. Rat der  
Europäischen Union) 16, 19-20, 23,  
27, 37, 141-142, 148, 150, 159  
Europäisches Parlament 16, 23-27,  
94, 96, 148  
Europäisches System der Zentral-  
banken (ESZB) 13-14, 21-27,  
142, 148-149  
Europäisches System Volkswirtschaft-  
licher Gesamtrechnungen (ESVG)  
79, 147, 149  
Europäisches Währungsinstitut (EWI)  
20, 75, 141-142, 149  
Eurostat 30, 32, 38-40, 55, 70, 73, 99,  
129, 131, 149  
Eurosystem 7-8, 11-22, 25, 42, 49,  
51-52, 62, 70, 77, 79, 82-83, 86,  
96-98, 100-120, 122-125, 127,  
131, 134-138, 143, 149  
Euro-Währungsgebiet, Eurogebiet,  
Euroraum 7-9, 11, 13-21, 29-57,  
66-71, 73-80, 82-84, 89, 94,  
96-97, 99-107, 110-111, 113, 115,  
120, 123-125, 127-129, 133-135,  
137-140, 142-143, 149  
EZB-Direktorium 16, 19-21, 24-27,  
96, 143, 149-150  
Feinsteuerooperation 103, 113,  
115-117, 120, 125, 150  
Finanzmärkte 11, 17-18, 28, 33,  
40-49, 54, 68, 77-78, 80-82, 88-89,  
93, 96-99, 102, 106, 113-114, 117,  
125, 128, 130, 132, 134-139, 150

Geldmarkt 18, 40, 42-45, 59, 63-64,  
 67-68, 101-104, 108-112, 114-115,  
 120-121, 124-125, 134, 137, 150  
 Geldmarktfonds 40, 43, 49-53, 78, 150  
 Geldmengenaggregat 51-53, 76, 78,  
 83, 87, 150  
 Geldmengensteuerung 75, 150  
 Geldnachfrage 10, 75, 88-89, 150  
 Geldpolitische Strategie 8-12, 59-101,  
 127, 151  
 Geldpolitischer Transmissions-  
 mechanismus 11-12, 44, 59,  
 62-68, 72, 87-91, 100-102, 137,  
 139, 151  
 Geschäftspartner 42, 50, 101, 104-108,  
 111, 113-117, 125, 151  
 Glaubwürdigkeit 7, 9, 11, 13, 36, 60,  
 66, 68, 95, 99-100, 125, 139-140  
 Grundzüge der Wirtschaftspolitik 36,  
 151  
 Harmonisierter Verbraucherpreisindex  
 (HVPI) 9, 55, 69-73, 78, 80, 85,  
 99, 129, 139, 151  
 Hauptrefinanzierungsgeschäft  
 103-105, 108-116, 122-125, 131,  
 138, 151  
 Inflationsrisikoprämie 60, 151  
 Inflationssteuerung 76, 151  
 Integrierte Leitlinien 152  
 Interbankengeldmarkt 152  
 Investitionen 33, 49, 60, 64-65  
 Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors  
 50-52, 87, 152  
 Konvergenzkriterien 14, 152  
 Kredite 11, 16-17, 27-28, 39-54,  
 63-68, 78-79, 88-94, 98-139, 152  
 Kreditinstitut 16-17, 24, 27-28,  
 40-43, 49-54, 78, 101-105,  
 108-114, 119-125, 137, 152  
 Längerfristiges Refinanzierungs-  
 geschäft 103, 105, 113, 115-116,  
 120, 122-125, 137, 153  
 Langfristige Zinssätze 14, 64, 153  
 Leitzinsen der EZB 11, 19, 27,  
 63-65, 68, 75, 80, 101-102,  
 108-114, 127-137, 153  
 Lohnstückkosten 153  
 M1 52, 130, 153  
 M2 52, 153  
 M3 52-53, 84-85, 87, 130, 153  
 Marginaler Zinssatz 153  
 Mengentender 108, 111, 114-115, 123,  
 137, 153  
 Mindestbietungssatz 108, 125, 127,  
 153  
 Mindestreservebasis 110-113, 154  
 Mindestreserve-Erfüllungsperiode  
 108-115, 119-120, 125, 154  
 Mindestreserven 28, 78, 102, 109-112,  
 154  
 Mindestreservepflicht 110-113,  
 119-124, 154  
 Mindestreservesatz 110-113, 154  
 Mindestreserve-Soll 28, 101, 110-113,  
 115, 120-124, 154  
 Mitgliedstaat 13-16, 19-26, 28, 34,  
 36-37, 39, 71, 79, 83, 105, 107,  
 113, 116, 141-143, 154  
 Monetäre Basis 59, 101, 154  
 Monetäres Finanzinstitut (MFI) 25-26,  
 29, 41, 46, 49-50, 78, 154-155  
 Nationale Zentralbank (NZB) 13,  
 15-17, 19-21, 24-28, 36, 44, 49-50,  
 78, 82-83, 97, 101, 104-106,  
 110-117, 121, 128, 142-143, 154  
 Neutralität des Geldes 59, 155  
 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften  
 40-41, 43, 46-48, 54, 79, 133, 155  
 Nominale effektive Wechselkurse 20,  
 79, 129, 155  
 Nominale Rigiditäten 74  
 Notenbankfähige Sicherheiten  
 106-107, 116, 137, 155  
 Offenheitsgrad 66, 155  
 Offenmarktgeschäft 12, 101, 103-105,  
 112-116, 122, 155  
 Öffentliche Haushalte (Staat) 30,  
 33-37, 39-41, 46-47, 83, 90,  
 120-124, 135, 156  
 Opportunitätskosten 156  
 Optionen 42, 81, 156  
 Pensionsgeschäft 116, 156  
 Pensionskasse 54, 158  
 Preisstabilität 7, 9-17, 22-25, 29, 36,  
 59-63, 66-78, 82-94, 97-101,  
 127-141, 156

Private Haushalte 7, 34, 39-41, 43, 50, 60-61, 64-65, 78-79, 81, 83, 88, 101, 115, 135, 156

Produktionslücke 156

Programm für die Wertpapiermärkte 98, 123, 128, 135, 137-139, 156-157

Projektionen 34, 77, 82-86, 89, 157

Rat der Europäischen Union (EU-Rat) 15-17, 19, 23-25, 27-28, 33, 37, 94, 110, 142, 145-146, 148, 150-152, 157, 159

Reale effektive Wechselkurse 20, 79, 157

Rechenschaftspflicht 94-97, 157

Referenzwert für das Geldmengenzwachstum 87-89, 157

Referenzwert für die Finanzlage 35, 37, 157

Rentenmarkt 42, 45-48, 157

Repogeschäft 42, 52-53, 110-111, 157

Risiken für die Preisstabilität 9, 15, 33, 69, 74-77, 86-87, 89-91, 93, 97, 127-134, 151

Rückkaufsvereinbarung 28, 104, 106, 116, 157

Schuldenquote 35-37, 158

Schuldverschreibungen 42-43, 45-47, 53, 116-117, 135, 139, 158

Sicherheiten 28, 42, 44, 65, 75, 104-108, 116, 125, 137 138, 158

Sondermaßnahmen 8, 11, 68, 98-99, 109, 128, 134-139, 158

Sonstige Finanzintermediäre (SFIs) 29, 40-41, 49, 54, 158

Spitzenrefinanzierungsfazilität 103, 105, 108, 117-121, 158

Staat (siehe öffentliche Haushalte)

Stabilitäts- und Wachstumspakt 7, 15, 33-34, 37, 79, 142, 159

Stabilitätsprogramme 37, 158

Standardtender 105, 113, 115, 117, 159

Ständige Fazilität 12, 101, 103, 105, 108-109, 117-123, 159

Strukturelle Operation 103, 113, 116-117, 120, 159

Survey of Professional Forecasters (SPF) 79-80, 132, 160

Swap 42, 44-45, 81, 103, 105, 116, 122, 134, 137, 160

Täglich fällige Einlagen 52-53, 110, 160

TARGET 44, 160

TARGET2 160

Terminkontrakt 42, 45, 160

Transmissionsmechanismus 11-12, 59, 62-68, 72, 88-89, 91, 100, 102, 139, 151, 160

Transparenz 50, 60, 69, 94-95, 97-99, 104, 167

Umfrage zum Kreditgeschäft 79, 87, 160

Verbindlichkeiten 36, 40-41, 43-44, 51-52, 54, 79, 101, 110 112, 120, 161

Verfahren bei einem übermäßigen Defizit 15, 33, 36-37, 79, 161

Vermögenswert 27, 39-54, 60-66, 81-94, 105-108, 120-124, 138, 161

Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) 7, 13-17, 19-20, 22-25, 27, 33, 36-37, 62, 69, 94, 98, 102-103, 139, 145, 148, 152, 157, 161

Vertrag über die Europäische Union (EUV) 13, 22-23, 141, 161

Vertrag von Lissabon 8-9, 13, 19, 161-162

Vertrag von Maastricht 141, 161

Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen 77, 82-84, 86, 157, 162

Vorhersagbarkeit 97

Vorlaufindikator 162

Wechselkurssteuerung 76, 162

Wirtschafts- und Finanzausschuss (WFA) 162

Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) 7, 15, 22, 36, 141-143, 162

Zentralbankunabhängigkeit 11, 14, 18, 94-98, 160

Zinsstrukturkurve 78, 80-81, 132, 162-163

Zinstender 108, 114-115, 163

Zinsterminkontrakt 42, 45, 163





