

Aspekte zur Geldpolitik der EZB

Gliederung

1. Organisation des "Eurosystems" und des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)
2. Aufgaben der Europäischen Zentralbank (EZB) (Auswahl)
3. Stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems bzw. der EZB
 - 3.1. Zwei-Säulen-Strategie
 - 3.2. Referenzwert M 3 als Korridor
 - 3.3. HVPI
4. Geldpolitische Instrumente
 - 4.1. Offenmarktgeschäfte
 - 4.2. Ständige Fazilitäten
 - 4.3. Tenderverfahren
 - 4.4. Mindestreserve
5. Taylor-Rule
6. Literatur

Görgens, Egon/Ruckriegel, Karlheinz/Seitz, Franz (2001) (Hrsg.) *Europäische Geldpolitik*, 2. Auflage, Werner Verlag, Düsseldorf
Europäische Zentralbank (1999) *Monatsbericht* (MB), Frankfurt/M, Januar
Europäische Zentralbank (2000) *Monatsbericht* , Frankfurt/M, November (Geldpolitische Strategie; Zwei-Säulen-Strategie, Referenzwert M3)
Europäische Zentralbank (1999) *Jahresbericht*, Frankfurt/M
Europäisches Währungsinstitut, (September 1997) Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB, Frankfurt/M.

1. Organisation des "Eurosystems" und des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)

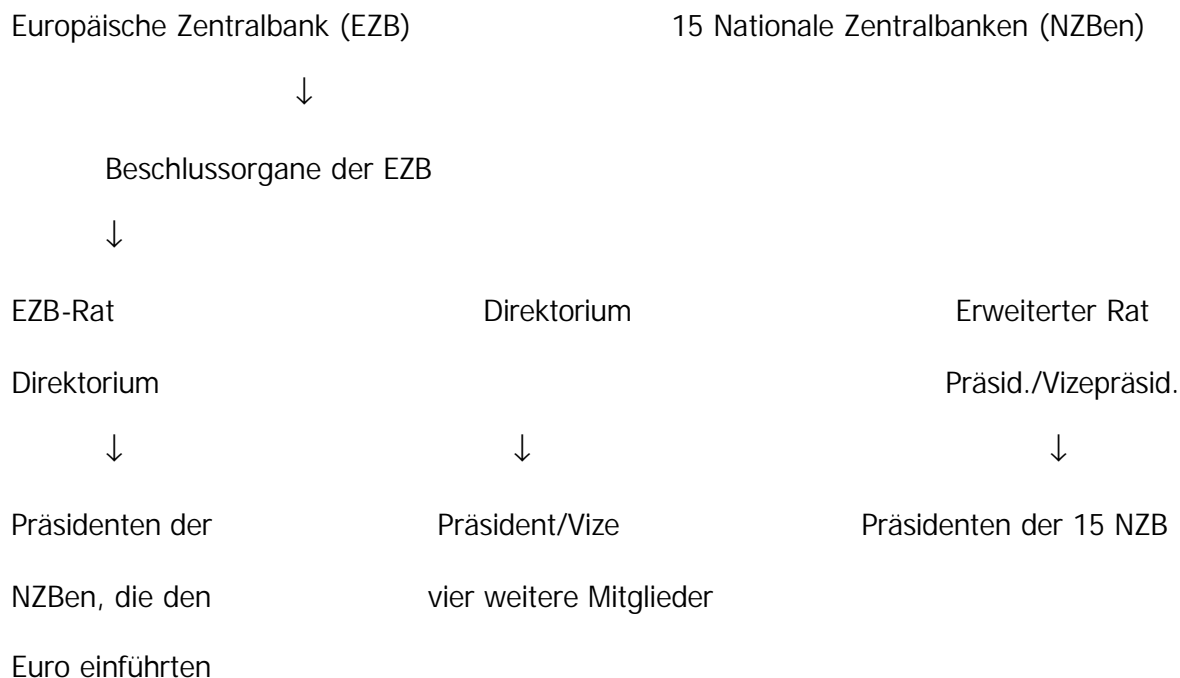
Der Begriff "**Eurosystem**" kennzeichnet die dritte Stufe der Währungsunion, die am 1.1.1999 begann. Das "Eurosystem" umfasst nur die an der Währungsunion teilnehmenden 12 Staaten bzw. Nationalen Zentralbanken (NZB). Der Begriff "Eurosystem" wurde vom EZB-Rat begründet. "Im Sinne einer besseren Transparenz und um die kommende Struktur des Zentralbankwesens in der EU anschaulicher zu machen, verständigte sich der EZB-Rat darauf, die NZBen jener Mitgliedsstaaten, die den Euro eingeführt haben, zusammen mit der EZB als "**Eurosystem**" zu bezeichnen. Diese Unterscheidung zwischen dem Eurosystem und dem ESZB wird notwendig sein, solange der Euro nicht in allen Mitgliedstaaten eingeführt ist" (EZB-Jahresbericht 1999, 138; vgl. EZB, MB Januar 1999, 7.). Das Eurosystem wird von EZB-Rat und dem Direktorium der EZB geleitet. Das Eurosystem trägt die Verantwortung für die Geldpolitik in der Währungsunion.

Zur Zeit gehören dem **Eurosystem** zwölf NZBen an (Nationale Bank van Belgie, Deutsche Bundesbank, Banco de Espana, Banque de France, Central Bank of Ireland, Banca d'Italia, Banque Centrale du Luxembourg, De Nederlandsche Bank, Österreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki und Bank von Griechenland)..

- **Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB)**

Das ESZB besteht aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken (NZBen) **aller 15 EU-Mitgliedstaaten**. Das **Eurosystem** bzw. das ESZB haben keine eigene Rechtspersönlichkeit und keine eigenen Beschlussorgane. Sie werden von den **Beschlussorganen der EZB** (→ EZB-Rat, Erweiterer Rat, Direktorium) geleitet.

Überblick (1) Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB)



• Europäische Zentralbank

Die **EZB** wurde am 1. Juni 1998 als gemeinsame Tochter der nationalen Europäischen Zentralbanken mit Sitz in Frankfurt eröffnet. Sie besitzt eine eigene Rechtspersönlichkeit im Sinne des Völkerrechts. Die EZB ist das "Herzstück des Eurosystems". Sie gewährleistet, dass alle Aufgaben des Eurosystems entweder von ihr oder durch die NZBen erfüllt werden. Für die Implementierung dieser Aufgaben folgt die EZB gem. der ESZB-Satzung dem Grundsatz der Dezentralisierung (→ Prinzip: "Zentrale Entscheidung....dezentrale Ausführung").

• Unabhängigkeit der EZB

- Institutionell: Mitglieder des EZB-Rats sind von Weisungen der Regierungen, etc. unabhängig.
- Funktionell: Priorität des Ziels Preisstabilität

- Finanziell: Verbot der monetären Haushaltsfinanzierung für nationale Regierungen, etc.

- Personell: Amtszeiten (5 bzw. 8 Jahre) ohne Wiederwahl

- Operativ: Die EZB ist bei der Festlegung ihrer geldpolitischen Strategie und Instrumente nicht weisungsgebunden.

- Der **EZB-Rat** hat gem. EG-Vertrag die "Leitlinien zu erlassen und die Beschlüsse zu fassen, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem ESZB übertragenen Aufgaben zu gewährleisten, und die Geldpolitik des Euroraums festzulegen – etwa durch die Beschlüsse zur Festsetzung geldpolitischer Zwischenziele und der Leitzinssätze sowie über die Bereitstellung von Zentralbankguthaben im Eurosystem." (EZB, Jahresbericht 1999, 139). Verantwortlich ist der EZB-Rat u.a. für → Festlegung von Zwischenzielen für die Geldpolitik, Leitzinssätze und Bereitstellung von Zentralbankgeld im Eurosystem, Erlass der Verordnung über die Berechnung der Mindestreservesätze, Wahrnehmung der beratenden Funktion der EZB, etc. (EZB, MB Juli, 59 ff.).
- Das **Direktorium** der EZB ist u.a. zuständig für die Ausführung der Geldpolitik und für die Delegation der Arbeitsaufträge an die NZBen des Eurosystems gem. den Leitlinien des EZB-Rats.
- Der **Erweiterter Rat** hat die Aufgabe der Berichterstattung über den Konvergenzprozess der nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten. Er ist zuständig für die Vorbereitungen zur Festlegung der unwiderruflich festen Wechselkurse der "Pre-Ins". Darüber hinaus übernimmt er spezifische Aufgaben des ESZB. (→ das Organigramm der EZB findet sich im EZB-Jahresbericht 1999, 146 ff.)

2. Aufgaben der EZB

Nach Art. 105 Abs. 2 und Art. 106 1 EG-Vertrag hat die EZB und das Eurosystem folgende Aufgaben:

- Gewährleistung der Preisstabilität (Priorität)
- Festlegung und Durchführung der Geldpolitik
- Banknotenmonopol und Emission von Banknoten (Art. 106 Abs. 2): Banknoten und Münzen in Umlauf bringen gehört in den Aufgabenbereich der NZBen
- Devisentransaktionen
- Verwaltung der offiziellen Währungsreserven bei NZBen und EZB
- Verwaltung des transnationalen Zahlungsverkehrssystems (TARGET -System: Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer System)

3. Stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems bzw. der EZB

Im Oktober 1998 publizierte der EZB-Rat seine geldpolitische Strategie. Das Ziel der Geldpolitik der EZB ist **Preisstabilität** im Euro-Währungsgebiet. Dazu gehört die Identifikation sog. volkswirtschaftlicher Schocks und der durch sie denkbaren Gefahren für künftige Preisstabilität. Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) legt fest:

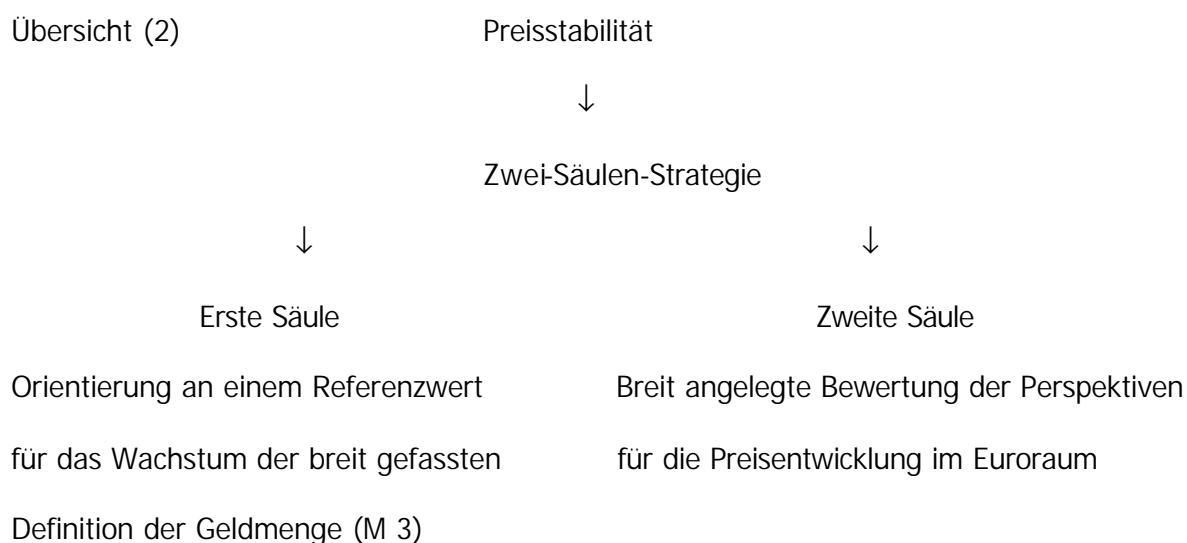
- **Artikel 105 (1):** "Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen".
- "Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungssystem von unter 2% gegenüber dem Vorjahr" (EZB, MB November 2000, 42). Selbstverpflichtend folgt aus dieser Prioritätensetzung, dass die Geldpolitik eine vorausschauende, mittelfristige Orientierung hat.

• **Artikel 2:** "Aufgabe der Gemeinschaft ist es, (...) eine harmonische und ausgewogene Entwicklung des Wirtschaftslebens innerhalb der Gemeinschaft, ein beständiges, nicht-inflationäres und umweltverträgliches Wachstum, (...) zu fördern".

- Die Präzisierung des Zieles Preisniveaustabilität obliegt dem Eurosystem, das somit "goal dependent" ist, während es unabhängig in der Wahl der Instrumente zur Erreichung des Ziels Preisstabilität ("instrument independence") ist.

- **Art 111 EG-Vertrag** regelt die Wechselkurspolitik. Zwar gibt es kein explizites Wechselkursziel des Eurosystems, aber der Artikel hält fest, dass Vereinbarungen über ein Wechselkursziel für den Euro gegenüber Drittländern oder auch eine allgemeine Orientierung für die Wechselkurspolitik gegenüber Drittländern, mit denen kein Wechselkurssystem besteht, das prioritäre Ziel der Preisstabilität nicht beeinträchtigen darf.

Übersicht (2)



3.1. Zwei-Säulen-Strategie

Die Politik der EZB basiert auf **zwei Säulen**: (1) Die Geldmenge ist ein dominierender Faktor. Dies soll in der Bekanntgabe eines **Referenzwerts** für das Geldmengenwachstums verdeutlicht werden. Ferner haben (2) Wirtschafts- und Finanzindikatoren eine wichtige Funktion. Beide Säulen bilden den "Handlungsrahmen für die Analyse und Darstellung der

Informationen, die für eine auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik relevant sind" (MB der EZB, November 2000, S. 41).

3.2. Referenzwert M 3 als Korridor

Für die erste Säule ist eine Orientierung auf einen Referenzwert der Geldmenge M 3. Dieses monetäre Aggregat umfasst die Komponenten von M2, ferner Repogeschäfte ("echte Pensionsgeschäfte"), Schuldverschreibungen, Geldmarktfonds und Geldmarktpapiere.

Für die Ermittlung des Referenzwerts für M 3 werden folgende Informationen benötigt: die Bestimmungsfaktoren des realen Wirtschaftswachstums ("potenzielles EURO-BIP"), das Inflationsziel und die Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ("v"). Der Ermittlung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum von 4,5% liegen folgende Werte zugrunde:

	Wachstumsrate des EURO-BIP zwischen	2 – 2,5%
+	Ziel der Preisstabilität ($\Delta\text{HVPI} < 2\%$)	< 2%
+	Mittelfristige Veränderung von "v"	<u>0.5 – 1%</u>
	Referenzwert für ΔM3	4,5% (bislang unverändert)

Problematisch für die Schätzverfahren sind u.a. die Geldhaltungsgewohnheiten der Nichtbanken. Die Einführung des Euro stellt für die teilnehmenden Länder einen "monetären Regimewechsel" dar. Die bislang z.B. für Deutschland oder Spanien geltenden Hypothesen über das Spekulationsmotiv der Geldnachfrage kann nicht einfach auf den Rest des Eurosystems übertragen werden. Dies käme einer "fallacy of composition" (Keynes) gleich, da das Ganze mehr ist als die Summe seiner Einzelteile. Auch der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit scheint eine zweckmäßige Annahme zu sein, da er den Vermögenscharakter der Bestandteile von M 3 verdeutlicht. Die zinstragenden Vermögenswerte (aus M 3) dienen nicht den Transaktionszwecke. Durch den Rückgang der "v" wächst M 3 schneller.

Dieser Referenzwert ist ein "zeitloser Wert". Vor einem Jahr (Dezember 2000) stand die Frage zur Diskussion, ob dieser Referenzwert noch adäquat ist, was die EZB bekräftigte. Der Referenzwert 4,5% ist ein "Korridor", kein Punktziel.

3.3. Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)

Der HVPI enthält fünf Komponenten, die unterschiedlich gewichtet werden: Verarbeitete Nahrungsmittel (Brot, Getränke) (13,4%), unverarbeitete Nahrungsmittel (Obst, Gemüse) (9,0%), Industrieerzeugnisse (Computer, Schuhe) (32,5%), Energie (Elektrizität, Gas) (8,8%), Dienstleistungen (Wohnungsmieten, Verkehrsleistungen) (36,3%). Diese einzelnen Komponenten weisen jeweils unterschiedliche Preisschwankungen (im Monatsdurchschnitt) auf; z.B. sanken die Preise für Dienstleistungen weniger als die für Energie.

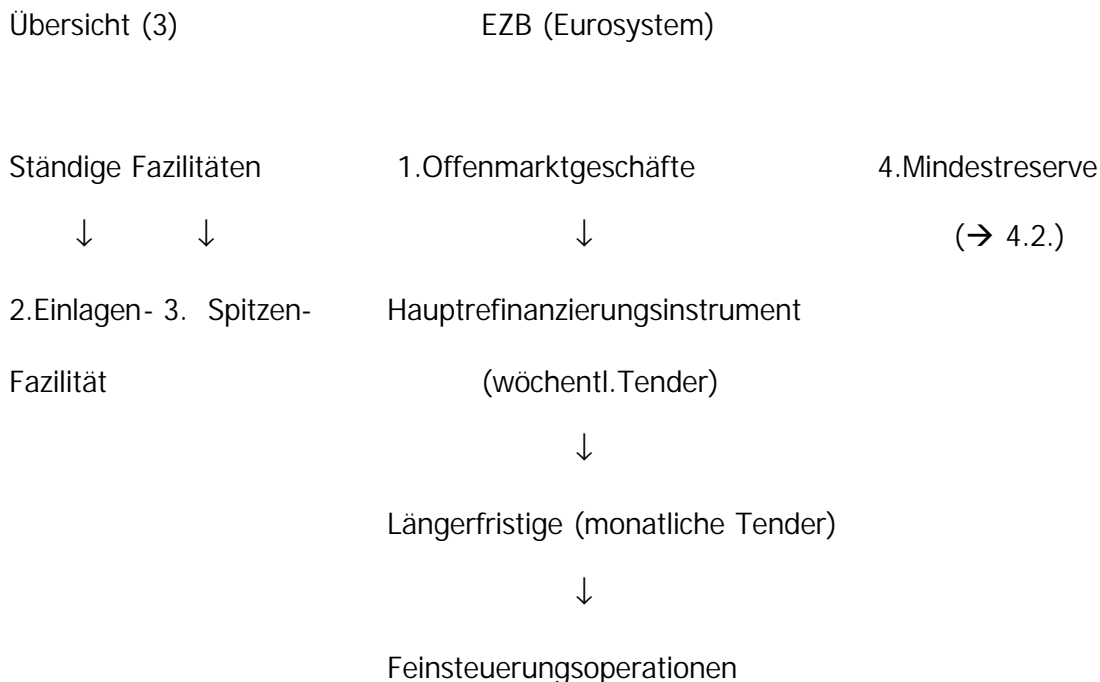
4. Geldpolitischen Instrumente im Überblick

4.1. Offenmarktgeschäfte

Die EZB kann das Geldangebot über geldmengen- und zinspolitische Massnahmen beeinflussen, wobei die Liquiditätspolitik (gegenüber den Geschäftsbanken) und die Zinspolitik sich wechselseitig beeinflussen.

Offenmarktpolitik ist der Kauf und Verkauf von Wertpapieren von Privaten oder Geschäftsbanken durch die Zentralbank für eigene Rechnung am "offenen Markt" (Geld- oder Kapitalmarkt). In einer **neueren Definition** wird der Begriff "Offenmarktgeschäfte der Zentralbank" (Hauptrefinanzierungsgeschäft, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und Feinststeuerungsoperationen) "rein enumerativ", somit umfassend für all die Markttransaktionen des Eurosystems bzw. der EZB verwendet, mit der die Zentralbank initiativ geldpolitische Operationen durchführt (vgl. Görgens et al, 2001, 184).

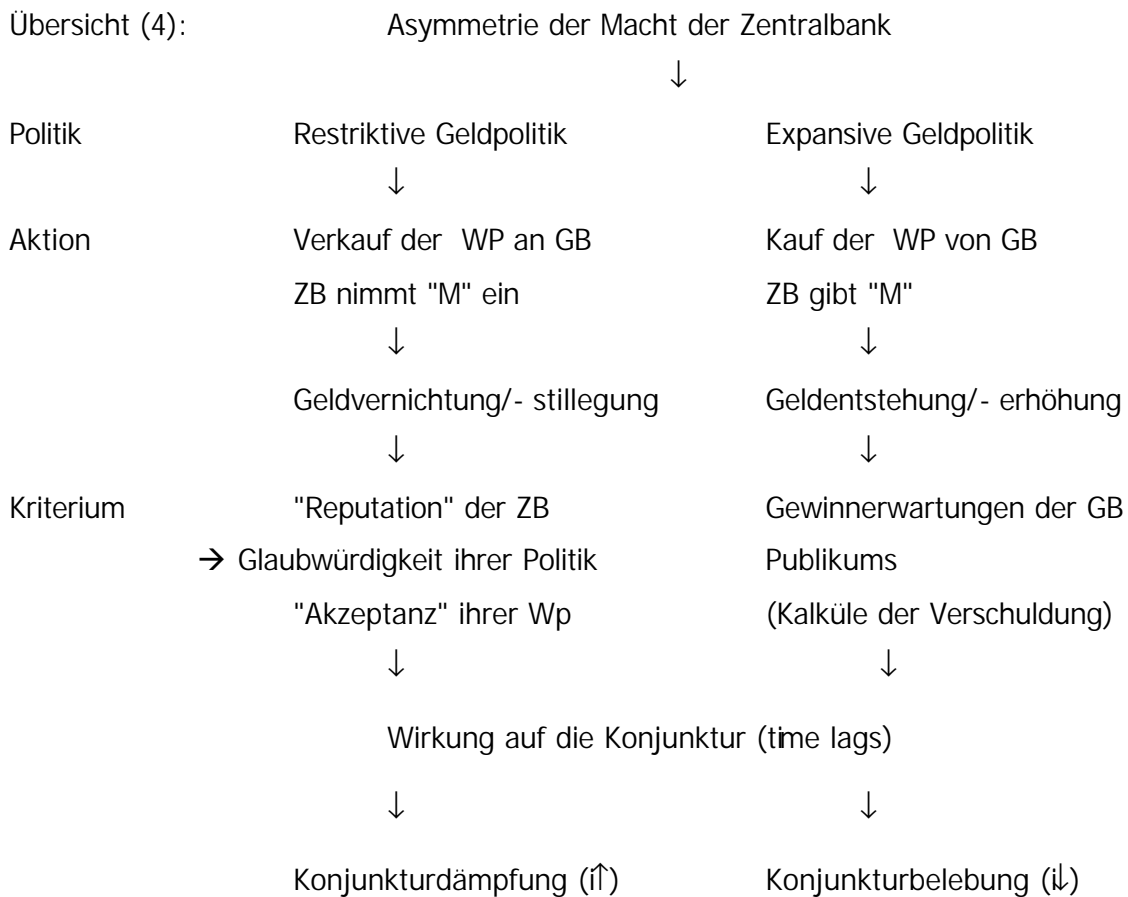
Es stehen dem Eurosystem Offenmarktgeschäfte in vier Kategorien zur Verfügung:



Die EZB stellt die Liquidität über Offenmarktoperationen zur Verfügung. Sie haben daher auch eine entscheidende Wirkung auf die Zinshöhe, zu der die Verschuldung stattfindet. Offenmarktgeschäfte sind somit der "typische" Ansatzpunkt für die Beeinflussung von Zentralbankzinsen ("Tagesgeldsatz") und Bankenliquidität. In der Lehrbuchvariation heisst es: Die Zentralbank kauft Wertpapier vom Publikum (GB) und bezahlt mit neu geschaffenem Geld. Dadurch erhöht sich die monetäre Basis ($B = BG + R$). Umgekehrt führt ein Verkauf von Wertpapieren an das Publikum (GB) zu einer Geldverringerung (-vernichtung) (vgl. Spahn, Mankiw, *ibid*).

In der Übersicht (4) soll die Grundüberlegung der Offenmarktpolitik veranschaulicht werden. In dieser Skizze wird erkennbar, dass die Zentralbank nicht über eine unbegrenzte Macht gegenüber den GB verfügt, dass es eine recht unterschiedliche Wirkung ihrer Macht bzw. der indentierten Geldpolitik – expansive oder restriktive – gegenüber den Marktteilnehmern gibt. So kann sie gegen einen "negativen Zustand des Vertrauens" seitens der GB, der Unter-

nehmen, der NB (potenzielle Schuldner) keine expansive Geldpolitik realisieren. Anders dagegen, wenn sie eine restriktive Geldpolitik im Markt durchsetzen will – dies gelingt in der Regel mit den spürbaren Folgen des Zinsanstiegs für die Konjunktur.



4.2. Ständige Fazilitäten: Spitzen- und Einlagenfazilität

Mit der Spitzenfinanzierung bietet das Eurosystem den GB Liquidität "über Nacht" zu einem festen Zinssatz zu leihen, um einen gesonderten Liquiditätsbedarf zu decken. Hierfür gibt keine Mengenbeschränkungen, abstrahiert man von den Sicherungsaufgaben für diese Inanspruchnahme der Spitzenfinanzierung. Die Einlagefazilität bietet eine kurzfristige Anlageform für GB des Eurosystems bei der EZB ("über Nacht"). Diese Guthaben können zu einem festgelegten Zinssatz angelegt werden. Damit steigen die Guthaben "Einlagenfazilität" (Passiva), während die Einlagen auf Girokonten sinken.

Aus dieser **Spitzenfazilität** und der **Einlagenfazilität** bildet sich ein Zinskorridor für den Tagesgeldsatz (EONIA – Euro Overnight Index Average. Tagesgeld-Referenzzins im Euro-Währungsgebiet). Die Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet die **Obergrenze**. Das Kalkül hierbei ist, keine GB wird bereit sein, auf dem Interbankengeldmarkt einen höheren als diesen Spitzenrefinanzierungszins zu zahlen. Als **Untergrenze** bildet sich der Zins für die Einlagen ("über Nacht") heraus. Diese Vergütung auf Einlagen steht in Konkurrenz zu dem Einlagenzins, den eine GB beim Interbankengeldmarkt als Alternative zum Zins der Zentralbank. Eine GB würde ihre Einlagen nicht im Interbankengeldmarkt anlegen, der unterhalb des Zinssatzes für Zentralbankguthaben liegt.

4.3. Tendersverfahren

Die EZB stellt Liquidität über ein Tendersverfahren (Auktion) zur Verfügung. Man unterscheidet **Standardtender und Schnelltender**. Der Standardtender sieht die Möglichkeit vor, den Betrag der Geldbasis auf dem Weg eines Mengentenders zu leihen (Zuteilung zu einem festen Zinssatz) oder einem Zinstender (Menge wird festgelegt, während die GB den Zins bieten können, zu dem sie sich verschulden wollen). Auch bei dem Zinstender versucht die EZB "ihre Zinsvorstellung" im Markt zu realisieren. Zins- und Mengentender (Standardtender) werden als Zuteilungsverfahren wöchentlich angeboten (Laufzeit zwei Wochen). Die Schnelltender gibt es in begrenztem Umfang, in unterschiedlichen Laufzeiten, unregelmäßig und zählen zum Verfahren der Feinsteuerung. Die Schnelltender werden innerhalb von ca. eine Stunde im Markt lanciert, während beim Standardtender zwischen Offerte und Realisierung der Transaktionen zwei Tage verstreichen. Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten gehören zu den im Zinstender durchgeführten Offenmarktgeschäfte.

Übersteigt beim Mengentender das gewünschte Volumen an Liquidität den Zuteilungsbetrag, so werden die Gebote seitens der GB anteilig im Verhältnis des geplanten Zuteilungsbetrags

zum gesamten gewünschten Volumen an Liquidität ("Bietungsaufkommen") zugeteilt (vgl. Görgens, et al, 191: Das nachstehende Schaubild findet sich auf Seite 192). Die EZB will in Form eines Mengentenders eine Liquiditätszuführung vorzunehmen. Die EZB beschließt, insgesamt 105 Millionen € zuzuteilen; drei Gesprächspartner geben folgende Gebote ab:

Gesprächspartner (GB)	Gebot (Millionen Euro)
Bank 1	30
Bank 2	40
Bank 3	70
Insgesamt	140

Der Prozentsatz ("Zuteilungssatz oder Repartierungssatz") errechnet sich wie folgt:

$$\frac{105}{(30 + 40 + 70)} = 75\%$$

Die Zuteilung an die GB beträgt:

Gesprächspartner (GB)	Gebot (Millionen Euro)	Zuteilung (Millionen Euro)
Bank 1	30	22,5
Bank 2	40	30,0
Bank 3	70	52,5
Insgesamt	140	105,0

Beim **Zinstender** bekunden die GB eine Zins"variation" neben dem Betrag an Liquidität, den sie leihen wollen. Die EZB kann beim Zinstender im Rahmen des "holländischen Verfahrens" (= einheitlicher Zins) oder im "amerikanischen Verfahren", zu individuellen Zinssätzen die

Zuteilung vornehmen. Es werden beim Zinstender beginnend vom höchsten Zinsgebot abwärts zugeteilt, bis das Volumen erreicht ist.

4.4. Mindestreserve

Sie werden, um Wettbewerbsneutralität zu gewährleisten, mit einem gewichteten Durchschnittzinssatz während der Erfüllungsperiode (ein Monat) abgeschlossenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst (MR-Verzinsung). Guthaben, die das MR-Soll überschreiten, sog. ÜR, bleiben unverzinst. Für Geldpolitik ist MR relevant, sie setzen den Rahmen für den Einsatz der geldpolitischen Instrumente. MR zwingt GB zur Refinanzierung bei der Zentralbank und erzeugt so gemeinsam mit dem Banknotenmonopol der Zentralbank eine funktionale Anbindung (Anbindungsfunktion).

MR spielt in Multiplikatormodellen kaum eine Rolle, da sie unterstellen, GB könnten sich nur innerhalb des von der ZB vorgegebenen Umlaufs von Zentralbankgeld bewegen. MR hat hier ausschliesslich die Begrenzungsfunktion, eine Art Geld"bremse". Für die Geldpolitik spielt diese Funktion aber keine Rolle, da die Zentralbank nicht das Ziel verfolgen, den Wirtschaftssubjekten eine bestimmte Geldmenge exogen vorzugeben. Die Geldmenge entwickelt sich endogen aus dem Zusammenspiel von ZB, GB und der NB (Görgens, et al. 2001, 179). Die ZB bedient deshalb vollkommen elastisch in einem ersten Schritt den Bedarf der GB an Zentralbankgeld. Über die Anbindung der GB an die ZB kann sie im weiteren Verlauf über die Änderung der Zinsen, zu denen sie Zentralbankgeld zur Verfügung stellt, auf das Verhalten der GB und NB Einfluss nehmen.

5. Taylor-Rule

Die von John Taylor entwickelte Zinsorientierung ("rule") für die Bestimmung des kurzfristigen Zinssatzes (Geldmarktzins) gilt als eine adäquate Beurteilung für die Zinsfestlegung der

Amerikanischen Zentralbank. Der Taylor-Zins konzipiert den kurzfristigen Zinssatz in Abhängigkeit von aktueller Inflation und der Konjunktur. Die Idee ist, dass bei hohen Produktionskapazitäten der kurzfristige Zins ansteigen sollte; bei einer "Outputlücke" (Zielwert der Produktion $Y^* < \text{tatsächlicher Produktionswert } Y$) sollte der kurzfristige Zins sinken. Für die Inflationsentwicklung gilt, dass bei einer höheren aktuellen Inflation (π) $>$ Zielwert der Inflation (π^*) der kurzfristige Zins angehoben wird und v.v.

Kurzfristige Zins ↓	Zielwert $\pi^* > \pi$	2% > 1,3% → $i \downarrow(0,5)$
Kurzfristige Zins ↑	Zielwert $Y^* < Y$	2,5% < 4% → $i \uparrow(0,5)$

Nominaler Geldmarktzins

$$\text{Kurzfristige Zins} = p^e(2,0) + 0,5(p^* - p) - 0,5(Y^* - Y)$$

Bei Vollauslastung der Produktionskapazitäten und Zielerreichung der Inflationsrate entspricht der "reale Gleichgewichtszins" demjenigen Realzinsniveau, bei dem das langfristige Gleichgewicht nicht durch die Geldpolitik tangiert wird.

