

# SEMINARARBEIT

im Rahmen des  
Seminars „Geldpolitik“ SS 1999

## **Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank**

**Fach: Volkswirtschaftslehre**

April 1999

**Falls irgend jemand diese Arbeit benutzt, würde ich  
mich über eine kurze Mitteilung freuen 😊**

(grueneklee@hotmail.com)

## **Inhaltsverzeichnis**

<b>1. Einleitung</b> .....	3
<b>2. Geldpolitische Strategien</b> .....	4
2.1. Wechselkursziel .....	5
2.2. Inflationsziel .....	5
2.3. Geldmengenziel .....	5
<b>3. Bisherige Strategien in Europa</b> .....	6
3.1. Die Bundesrepublik Deutschland .....	6
3.2. Die anderen Euroländer.....	7
<b>4. Die Strategie der Europäischen Zentralbank</b> .....	9
4.1. Die gesetzlichen Voraussetzungen .....	9
4.2. Die Wahl der endgültigen Strategie.....	11
4.3. Geldpolitische Instrumente der Umsetzung .....	14
4.4. Mögliche Probleme der EZB.....	15
<b>5. Zusammenfassung</b> .....	16
<b>Anhang: Behandlung der Thematik in der Literatur</b> .....	17
<b>Literaturverzeichnis</b> .....	18
<b>Versicherung</b> .....	21

## 1. Einleitung

Mit dem Eintritt in die dritte Stufe der Währungsunion übernimmt das Europäische System der Zentralbanken (ESZB), das aus den elf selbständigen, nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Länder („Euroländer“<sup>1</sup>) und der am 1. Juni 1998 gegründeten Europäischen Zentralbank besteht, die geldpolitische Verantwortung im „Euroraum“. Dem ESZB obliegen damit verschiedene Aufgaben (vgl. *Tietmeyer*, Die Zukunft der Bundesbank liegt in Europa, 1998):

- Festlegung und Ausführung der gemeinsamen Geldpolitik
- Durchführung von Devisengeschäften (z.B. Euro - Dollar)
- Halten und Verwalten der offiziellen Währungsreserven
- Fördern der reibungslosen Funktion der Zahlungssysteme

Die Zusammenführung der Geldpolitik elf souveräner Staaten erfolgt weltweit erstmalig. Diese Aufgabe ist um so schwerer, als „[den] Konstrukteuren der Europäischen Währungsunion [...] keinesfalls ein homogenes geldpolitisches Fundament zur Verfügung [steht]“ (*Siebke*, 1997, S. 73). Die einzelnen Teilnehmerstaaten haben in der Vergangenheit - ausgehend von unterschiedlichen Bankensystemen - verschiedene geldpolitische Strategien mit mannigfaltigen finanztechnischen Instrumenten verfolgt. Vor dem Hintergrund solcher Diskrepanzen erscheint es um so wichtiger, die gemeinsame Strategie mit Bedacht zu wählen, um den Anforderungen aller Euroländer zu genügen.

Im Rahmen dieser Arbeit soll die gemeinsame Strategie der Europäischen Währungsunion herausgestellt werden. Zunächst werden einige theoretische Vorüberlegungen angestellt und drei Strategien vorgestellt. Nach einer Zusammenfassung der bisher in den jeweiligen Euroländern verfolgten Geldpolitik wird der Entwicklungsprozeß der gemeinsamen Strategie aus den gesetzlichen, wirtschaftlichen und psychologischen Voraussetzungen dargestellt. Neben einer kurzen Darstellung der geldpolitischen Instrumente der EZB werden dann mögliche Probleme des ESZB aufgezeigt. Abschließend soll nach einer inhaltlichen Zusammenfassung der wichtigsten Punkte noch ein Überblick über die Behandlung der Thematik in der Literatur gegeben werden.

---

<sup>1</sup> Die elf Euroländer der ersten Stunde sind Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Italien, Irland, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien.

## 2. Geldpolitische Strategien

Eine Zentralbank hat durch die ihr zur Verfügung stehenden Mittel, wie beispielsweise das Recht, Banknoten in Umlauf zu bringen und Geldgeschäfte mit den Geschäftsbanken abzuschließen, die Macht, die Wirtschaft eines Landes nachhaltig zu beeinflussen. Gerade in der heutigen Situation, in der die Arbeitsmärkte durch oft mehrperiodige Lohnkontrakte gebunden sind, kann die Zentralbank durch geeignete Maßnahmen<sup>2</sup> reale Effekte ihrer Politik erreichen (Duwendag et al., 1993, S. 379). Aufgrund dieser Machtposition ist die sorgfältige Auswahl der zu verfolgenden Strategie fundamental wichtig. Ein angemessener strategischer Ansatz muß mehrere Funktionen erfüllen (Deutsche Bundesbank, 1997, S. 4):

- Nach innen muß die Strategie einen Rahmen vorgeben, innerhalb dessen eine schlüssige Geldpolitik verfolgt werden kann. Durch die Definition der Strategie entsteht eine Selbstbindung der Entscheidungsträger, da verhindert wird, daß ständig Grundsatzdiskussionen über anstehende Entscheidungen geführt werden (Bofinger, 1996, S. 243). Je nachdem, wie eng die zu verfolgenden Regeln definiert sind und inwieweit aktuelle Informationen über die Wirtschaft in die Entscheidungen einfließen dürfen, unterscheidet man zwischen „Open Loop“-Politik (starre Regelbindung) und „Closed Loop“-Politik (Rückkopplung mit aktuellen wirtschaftlichen Einflüssen) Politik (Duwendag et al., 1993, S. 377).
- Nach außen hilft eine klar definierte Strategie der Zentralbank, eine glaubwürdige Politik zu verfolgen. Durch die Veröffentlichung von konkreten geldpolitischen Zielen kann diese Glaubwürdigkeit in der Öffentlichkeit weiter untermauert werden.

Bei der Definition dieser Ziele ergibt sich das Problem, daß Wirkungsverzögerungen zwischen den Maßnahmen der Zentralbank und den gewünschten gesamtwirtschaftlichen Endzielen auftreten können. Besteht Unsicherheit über die Länge dieser Verzögerungen, ist es unerlässlich, Zwischenziele zu definieren (vgl. Bofinger, 1996, S. 247 und Jarchow, Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, 1995, S. 427). Diese müssen einerseits relativ direkt gesteuert werden können und andererseits einen engen Zusammenhang mit den Endzielen erkennen lassen.

---

<sup>2</sup> Beispiel: Abwertung der nationalen Währung führt zur Verteuerung importierter Produkte und damit zu einer Erhöhung des Preisindex. Bis zu einer Angleichung des Lohnniveaus in der nächsten Tarifrunde wird verstärkt auf nationale Produkte zurückgegriffen werden (vgl. Jarchow, Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, 1995, S. 426).

## 2.1. Wechselkursziel

Die Verfolgung eines Wechselkurszieles als geldpolitische Strategie ist eine einfach zu realisierende Politik. Diese, meistens von kleineren Ländern verfolgte Strategie, baut darauf auf, daß der Wechselkurs zwischen der nationalen Währung und der gewählten Ankerwährung innerhalb eines zu definierenden Korridors gehalten wird. Dadurch wird die nationale wirtschaftliche Entwicklung an die des Ankerlandes gebunden. Für kleinere Länder, die stark import- oder exportorientiert sind, ist eine solche Strategie sinnvoll, da die Import- bzw. Exporterlöse besser abgeschätzt werden können.

## 2.2 Inflationsziel

Die Strategie des Inflationszieles definiert ein toleriertes Inflationsniveau, das direkt angesteuert wird. Dabei orientiert sich diese Politik an der Preisprognose als Zwischenziel. Bei Abweichungen der Preiserwartungen von dem erklärten Ziel greift die Zentralbank durch Änderungen der Zinssätze in das wirtschaftliche Geschehen ein (*Deutsche Bundesbank*, 1997, S. 7).

## 2.3. Geldmengenziel

Einer geldmengenorientierten Politik liegt die Idee zugrunde, daß ein enger Zusammenhang zwischen der nominalen Geldmenge und dem nominalen Bruttosozialprodukt besteht (*Funke*, 1994, S. 50). Die Zentralbank kann durch Änderungen des Geldmengenwachstums das Wachstum des Bruttosozialprodukts beeinflussen. Da das Geldmengenwachstum einer Wirkungsverzögerung unterliegt, beobachten die jeweiligen Zentralbanken als Zwischengröße die Geldmenge. Gegenüber der Politik des Inflationsziels mit der Preisprognose als überwachtem Zwischenziel hat die Geldmenge den Vorteil, daß sie eine „eindeutig beobachtbare statistische Größe“ (*Issing*, Welche geldpolitische Strategie für die EZB?, 1998) ist, die als Kommunikations- und Vertrauensbildungsmittel mit der Öffentlichkeit geeignet ist.

### **3. Bisherige Strategien in Europa**

In den einzelnen Euroländern wurden in den vergangenen Jahren verschiedene Strategien verfolgt. Sie wurden im Laufe der Zeit in einigen Ländern auch gewechselt. Hier sollen jedoch nur die zuletzt verfolgten geldpolitischen Strategien vorgestellt werden. Eine ausführlichere Darstellung, die auch die geschichtliche Entwicklung und statistisches Material umfaßt, bietet zum Beispiel die *Deutsche Bundesbank* (Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, 1998, S. 35ff).

#### **3.1. Die Bundesrepublik Deutschland**

Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems 1974 betrieb die Deutsche Bundesbank eine Stabilisierungspolitik mit einer Geldmengensteuerung. Diese war mittelfristig ausgelegt, so daß in Rezessionsjahren, wenn das Wirtschaftswachstum zurückblieb und Kapazitäten ungenutzt blieben, reichlich Liquidität zur Verfügung gestellt werden konnte. In den Jahren des extremen Wirtschaftswachstums wurde dagegen das Geldmengenwachstum knapp gehalten. Dadurch konnte das Wirtschaftswachstum über die Zeit verstetigt werden. Bei ihrer Politik orientierte sich die Bundesbank zunächst an der Zentralbankgeldmenge. Seit 1988 wurde die Geldmenge M3<sup>3</sup> als zu steuernde Geldmenge verwendet. Diese hatte den Vorteil, daß M3 relativ zinsunempfindlich war (*Jarchow*, Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, 1995, S 428).

Die Bundesbank verkündete für jeweils ein Jahr im Voraus ein monetäres Zwischenziel in Form eines angestrebten Zielkorridors für das Wachstum der Geldmenge M3. Diese

---

<sup>3</sup> Die von der Bundesbank beobachteten Geldmengen Mx und die Zentralbankgeldmenge waren wie folgt definiert: M1 umfaßte den Bargeldumlauf ohne die Kassenbestände der Kreditinstitute plus die Sichteinlagen inländischer Nichtbanken. M2 umfaßte die Elemente von M1 plus Termingelder inländischer Nichtbanken bis unter 4 Jahren. M3 beinhaltete die Elemente von M2 plus die Spareinlagen inländischer Nichtbanken mit dreimonatiger Kündigungsfrist. Die Zentralbankgeldmenge war nahezu genauso definiert wie die Geldmenge M3, nur gehen die einzelnen Komponenten gewichtet in die Berechnung ein. Lediglich der Bargeldumlauf wurde mit 100% bewertet. Bei den anderen Komponenten lagen die Gewichte zwischen 8.1% und 16.6%. Die sich daraus ergebende zu hohe Gewichtung des Bargeldumlaufs veranlaßte die Bundesbank 1988 wegen Instabilitäten des Bargeldumlaufs zu dem Wechsel von der Zentralbankgeldmenge zur Geldmenge M3 (vgl. *Bofinger*, 1996, S. 251).

1997 hatte die Geldmenge M3 einen Umfang von über 2200 Mrd DM (*Issing*, Einführung in die Geldtheorie, 1998, S. 11). Das Wachstum betrug 4.8%, nachdem die Bundesbank einen Zielkorridor von 3.5-6.5% vorgegeben hatte (*Institut der deutschen Wirtschaft Köln*, 1998, Tabelle 48).

öffentliche Bekanntgabe erfüllte mehrere Absichten (vgl. *Jarchow*, Theorie und Politik des Geldes, 1995, S. 219ff):

- Die Bundesbank gab der Wirtschaft Informationen über ihre zukünftige Geldpolitik, damit sich die Marktteilnehmer frühzeitig darauf einstellen konnten und der Bundesbank hiermit die Realisierung ihrer Ziele erleichterten.
- Durch die Veröffentlichung wurde eine stärkere Verpflichtung eingegangen als bei einer nur internen Bekanntmachung des Zielkorridors. Die Bundesbank stand im Erklärungszwang, falls die Zielvorgabe nicht erreicht werden würde.

Auch wenn die Bundesbank das selbstgesteckte Ziel teilweise verfehlte, baute sie sich durch eine offene Informationspolitik und die Erklärung der Verfehlungsgründe in der deutschen Bevölkerung und unter Finanzexperten weltweit ein hohes Ansehen auf. Anfang der neunziger Jahre nach der Deutschen Wiedervereinigung konnte die Geldnachfrage aufgrund der fehlenden Erfahrungswerte über das wirtschaftliche Verhalten der ostdeutschen Bevölkerung nur unter großen Unsicherheiten abgeschätzt werden. Obwohl damit eine der Grundvoraussetzungen des Geldmengenkonzepts vorübergehend nicht gegeben war, hielt die Deutsche Bundesbank an ihrer Strategie fest und setzte damit ein „stabilitätspolitisches Signal“ (*Tiggess*, Geld – Preis – Korridore, 1998).

### **3.2. Die anderen Euroländer**

Neben der Bundesrepublik Deutschland verfolgten noch Frankreich, Griechenland und Italien zuletzt ein Geldmengenziel. Von dem deutschen System unterschieden sie sich geringfügig. So wurde in Italien die Geldmenge M2 betrachtet. In Frankreich wurde der mittelfristige Aspekt der Politik dadurch besonders hervorgehoben, daß anstelle eines jährlichen Geldmengenziels ein mehrjähriger, mittelfristiger Wachstumstrend bekannt gegeben wurde. Neben der Verfolgung des Geldmengenziels analysierten die Zentralbanken Frankreichs, Griechenlands, Italiens, aber auch die Deutsche Bundesbank, eine große Anzahl wirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren, um Informationen über künftige Preisentwicklungen zu erhalten (vgl. *Deutsche Bundesbank*, Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, 1998, S. 38). Dabei hatte der Wechselkurs gegenüber der Deutschen Mark in allen Ländern – natürlich mit Ausnahme des Ankerlandes Deutschland selber - eine große Bedeutung.

Den Wechselkurs der eigenen Währung gegenüber der Deutschen Mark als Hauptziel der Währungspolitik hatten jene Länder, die eine Wechselkursorientierung verfolgten. Dies waren eine Reihe kleinerer Länder in der Europäischen Union. Aufgrund ihrer engen wirtschaftlichen Verflechtung mit den größeren Staaten erschien es für diese Länder sinnvoll, auch ihre wirtschaftliche Entwicklung an die eines großen Landes anzukoppeln. Das große Ankerland war dabei in allen Fällen das wirtschaftlich stärkste Land der Europäischen Union, die Bundesrepublik Deutschland. So haben sich Belgien und Luxemburg, die in einem Währungsverbund stehen, die Niederlande, Österreich, Dänemark, Portugal und Irland zu einer wechselkursorientierten Strategie mit der Deutschen Mark als Referenzwährung entschieden. Die Benelux-Staaten und Österreich erlaubten ihrer Währung nur eine Schwankungsbreite von  $\pm 1\%$ . Portugal und Irland konnten eine solch enge Bindung zur Deutschen Mark nicht verfolgen. Ihre jeweilige wirtschaftliche Entwicklung wurde so sehr durch ihre großen Nachbarn Spanien bzw. Großbritannien beeinflusst, daß ihre Währungen stärker gegenüber der Deutschen Mark schwankten.

Einen dritten Strategieansatz, den der direkten Verfolgung eines Inflationszieles, wählten Finnland, Großbritannien, Schweden und Spanien. Diese Strategie war „aus der Not geboren“ (*Deutsche Bundesbank*, Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, 1998, S. 41), da andere Ansätze gescheitert waren. Die monetären Grundbeziehungen waren auch aufgrund von Finanzinnovationen nicht mehr stabil genug für ein Geldmengenziel (*Tietmeyer*, Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, 1998). Die Ausgestaltung unterschied sich in den einzelnen Ländern. So wurde das Inflationsziel in Großbritannien von der Regierung vorgegeben, während in den anderen drei Ländern die jeweilige Zentralbank das Ziel für den tolerierbaren Preisanstieg festsetzte. Die Zielvariable, der Preisindex, wurde ebenfalls unterschiedlich definiert: Schweden und Spanien verwendeten den allgemeinen Verbraucherpreisindex, Großbritannien den Index der Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinszahlungen und Finnland schloß aus dem Verbraucherpreisindex verschiedene Effekte wie indirekte Steuern, Subventionen und Kosten, die mit Wohneigentum verbunden waren, aus. Neben der direkten Verfolgung eines Inflationszieles wurden aber auch in diesen Ländern noch Elemente der Geldmengensteuerungsstrategie beigemischt: Die Bank von Spanien beobachtete das Wachstum eines breiten Geldmengenaggregats. Die britische Regierung verkündete Zielkorridore für die Geldmengen M1 bis M4, deren Nichterreichen zumindest als Warnsignal aufgefaßt wurde. Seit der Unabhängigkeit der Bank von England im Jahre 1997 wurde diese Praxis nicht mehr fortgeführt.



## **4. Die Strategie der Europäischen Zentralbank**

Die Definition einer gemeinsamen geldpolitischen Strategie für elf souveräne Staaten mußte unter Betrachtung vieler verschiedener Aspekte erfolgen. Wirtschaftlich muß die Strategie für alle Euroländer eine Perspektive bieten. Psychologisch notwendig ist das Vertrauen aller Marktteilnehmer in die neue, gemeinsame Politik. Aber auch eine Reihe juristischer Rahmenbedingungen müssen erfüllt werden.

### **4.1. Die gesetzlichen Voraussetzungen**

In Artikel 105 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft wurde das Ziel der gemeinsamen Währungspolitik festgelegt: „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.“ (*Deutsche Bundesbank*, Bankrechtliche Regelungen 1, 1998, S. 67). Durch die Definition in den Maastrichter Verträgen ist dieses Ziel der Preisstabilität völkerrechtlich festgeschrieben und hat damit formal einen höheren Rang als die ähnliche Formulierung im Bundesbankgesetz. Das Bundesbankgesetz hätte als einfaches Bundesgesetz relativ leicht geändert werden können (*Tietmeyer*, Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, 1998). Die Einordnung der Deutschen Bundesbank in das Europäische System der Zentralbanken hat sich auch im Bundesbankgesetz niedergeschlagen. So wurde die Aufgabe des Zentralbankrates, der bisher die Politik der Bundesbank bestimmt hatte, in §6 neu gefaßt: „Der Zentralbankrat bestimmt die Geschäftspolitik der Bank. Bei der Erfüllung der Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken handelt er im Rahmen der Leitlinien und Weisungen der Europäischen Zentralbank.“ (*Deutsche Bundesbank*, Bankrechtliche Regelungen 1, 1998, S. 11). Der deutsche Zentralbankrat hat also seit dem 1. Januar 1999 dafür zu sorgen, daß die Bundesbank die währungspolitischen Beschlüsse der EZB umsetzt (vgl. *Tietmeyer*, Die Zukunft der Bundesbank liegt in Europa, 1998).

Die Unabhängigkeit aller Zentralbanken ist ebenfalls im Maastrichter Vertrag geregelt. So heißt es in Artikel 107: „Bei der Wahrnehmung der ihnen durch diesen Vertrag und die Satzung des ESZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlußorgane Weisungen von

Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen.“ (*Deutsche Bundesbank*, Bankrechtliche Regelungen 1, 1998, S. 70). Diese vertragliche Unabhängigkeit ist eine wichtige Voraussetzung für eine erfolgreiche Politik der Europäischen Zentralbank. Nur wenn eine Zentralbank nicht durch die amtierende Regierung oder andere Stellen gezwungen wird, ihre Politik den aktuellen Wünschen anzupassen, kann sie erfolgreich arbeiten. *Köster* (1990, S. 131) zitiert mehrere Studien, die nachweisen, daß in Ländern mit einer unabhängigen Zentralbank die durchschnittliche Inflationsrate deutlich niedriger liegt als in Ländern, in denen die Regierung Einfluß auf die Politik der jeweiligen Zentralbank nehmen kann. Da bisher nicht in allen Euroländern die politische Unabhängigkeit der Zentralbank gegeben war, mußten im Vorfeld der Währungsunion die innerstaatlichen Rechtsvorschriften mit der Bedingung der Unabhängigkeit in Einklang gebracht werden. *Tiggess* (*Die Europäische Zentralbank sucht ihre geldpolitische Strategie*, 1998) berichtet, daß sich einige Länder mit dieser Anpassung so lange Zeit gelassen haben, daß das Europäische Währungsinstitut als Vorläufer der EZB und die Deutsche Bundesbank Anfang 1998 die baldige Angleichung anmahnten.

Diese institutionelle Unabhängigkeit der EZB soll durch eine personelle Unabhängigkeit der entscheidenden Beschlußorgane der EZB gestärkt werden (vgl. *Jarchow*, *Theorie und Politik des Geldes*, 1995, S. 244f, und *Willms*, 1990, S. 94f). Die Direktoriumsmitglieder werden zwar durch die jeweiligen Regierungen der einzelnen Euroländer bestellt, die Amtszeit ist jedoch so lang, daß sich kurzfristige politische Stimmungsänderungen in einem Teilnehmerland nicht auswirken können. Am Anfang sind die Amtszeiten der Direktoriumsmitglieder verschieden lang, damit die frei werdenden Plätze nach und nach neu besetzt werden und nicht zu einem Zeitpunkt zu viele Mitglieder gleichzeitig ersetzt werden müssen.

## 4.2. Die Wahl der endgültigen Strategie

Die Europäische Zentralbank stand mit ihrer Gründung vor einer völlig neuen Situation, in der die Reaktionen der Marktteilnehmer nicht vorhersehbar waren. Die einzelnen Euroländer sollten auf ihre Geldhoheit verzichten und ihre individuelle Geldpolitik aufgeben. Die lokalen Märkte hatten aber im Laufe der Jahre ein gewisses Vertrauen in die Politik ihrer jeweiligen Zentralbank aufgebaut. Die Europäische Zentralbank war hingegen eine „geschichtslose Institution“ (*Jarchow, Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, 1995, S. 430*), die keine Stabilitätserfolge aufweisen konnte. Sie würde sich erst im Laufe der Zeit einen Grundstock an Glaubwürdigkeit aufbauen müssen. Daher war zu erwarten, daß die EZB gerade am Anfang besonders kritisch beobachtet werden würde (*Deutsche Bundesbank, 1997, S. 5*). Darüber hinaus bestand die Möglichkeit, daß mit der Aufgabe der Geldhoheit der einzelnen Länder Verunsicherungen auf den lokalen Märkten entstünden, da die Marktkräfte die gemeinsame Politik mit ihren Folgen für den lokalen Markt im Voraus nicht würden abschätzen können.

Im Vorfeld der Gründung der Europäischen Zentralbank hat das Europäische Währungsinstitut fünf mögliche Strategien untersucht (*Europäisches Währungsinstitut, 1997, S. II*): die in Kapitel 2 vorgestellten Strategien des Wechselkurs-, Geldmengen- und Inflationszieles, darüber hinaus wurde auch das nominale Einkommensziel betrachtet, das jedoch wegen der Schwierigkeit bei der gleichzeitigen Kontrolle der nominalen Einkommen in mehreren Ländern sofort wieder verworfen wurde. Ebenso wurde das Zinsziel nicht weiter in Betracht gezogen, da die exakte Bestimmung des Zinssatzes schwierig ist, bei dem die geforderte Preisstabilität gegeben ist.

Das Wechselkursziel wurde aufgrund der Größe des Eurolandes als nicht sinnvoll erachtet (*Deutsche Bundesbank, 1997, S. 6*). Das Ziel einer Kopplung an eine andere Währung würde einen nicht gewünschten geldpolitischen Souveränitätsverzicht der Europäischen Währungsunion bedeuten. Die beiden übriggebliebenen Ziele, das Geldmengen- und das Inflationsziel, wurden vom Europäischen Währungsinstitut der Europäischen Zentralbank vorgeschlagen.

Eine Untersuchung von *Funke* (1994, S. 53) zeigte, daß die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M1 für verschiedene, im Jahre 1994 für möglich gehaltene Eurowährungsräume

nur geringe Schwankungen aufwies<sup>4</sup>. Da eine stetige Umlaufgeschwindigkeit Voraussetzung für eine Geldmengenzpolitik ist, und da die meisten Euroländer schon Erfahrung mit einer Geldmengenzstrategie hatten, lag die Wahl einer solchen Politik nahe. Darüber hinaus bestand die Chance, daß durch die Übernahme dieses Konzeptes von der Bundesbank die gute Reputation der Deutschen Bundesbank, die sich diese im Laufe von 20 Jahren durch ihre erfolgreiche Politik aufgebaut hatte, auf die EZB würde übertragen werden können (*Jarchow, Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, 1995, S. 430*). Für ein Geldmengenzkonzept sprach außerdem, daß es gerade zu Beginn der Währungsunion den Vorteil der Abgrenzung des Verantwortungsbereiches haben würde: Die Europäische Zentralbank wäre eindeutig nur für die monetären Rahmenbedingungen verantwortlich. Fiskal- und lohnpolitische Entscheidungen, die kurzfristig die Preisentwicklung würden beeinflussen können, lägen außerhalb ihres Einflußbereiches (*Tietmeyer, Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, 1998*).

Mit der Einführung der gemeinsamen Währung, des Euro, bestand jedoch die Gefahr, daß es zu unüberschaubaren, großen Verzerrungen bei der Geldmengenzentwicklung würde kommen können. Aus diesem Grund erschien ein puristisches Geldmengenzkonzept unmöglich (*Fläschle, 1999, S. 86*). Eine Mischstrategie aus Geldmengenz- und Inflationsziel, für die sich Professor Issing schon früh ausgesprochen hatte (*Tigges, Mischstrategie für die europäische Geldpolitik, 1998*), schien die Wahl der Stunde. Allerdings birgt eine Orientierung an mehreren Entscheidungskriterien das Risiko widersprüchlicher Signale für die Politik. Eine klare Abgrenzung über das dominante Kriterium ist daher unerläßlich (*Issing, Welche geldpolitische Strategie für die EZB?, 1998*).

Im Oktober 1998 entschied sich der Rat der EZB, das Geldmengenzziel als herausragendes geldpolitisches Ziel in den Vordergrund zu stellen (*Europäische Zentralbank, Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB, 1998*). Ein Referenzwert für das Geldmengenzwachstum wird aus dem Ziel der Preisstabilität abgeleitet und ständig mit dem aktuellen Wachstum der Geldmenge verglichen. Als Preisstabilität wird hier ein Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euroland von weniger als 2% gegenüber dem Vorjahr definiert (*Europäische Zentralbank, Der quantitative Referenzwert für das Geldmengenzwachstum im Jahre 1999, 1998*). Neben der Geldmengenzentwicklung wird zur zusätzlichen Orientierung ein großes Spektrum wirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren

---

<sup>4</sup> Diese Untersuchung berechnete die Standardabweichung der Quartalsveränderungen der Umlaufgeschwindigkeit von M1 für einzelne Länder und für verschiedene Währungsräume. Bei der Betrachtung der möglichen Eurowährungsräume wurden jedoch lediglich die Kennzahlen der einzelnen Länder addiert.

für die Preisentwicklung herangezogen, um die Aussichten für die zukünftige Entwicklung und für mögliche Risiken der Stabilität abschätzen zu können.

Für die Geldmenge M3<sup>5</sup> wurde für das Jahr 1999 ein Referenzwert von 4.5% festgesetzt, der im Dezember 1999 überprüft werden soll (*Europäische Zentralbank*, Pressekonferenz am 1. Dezember 1998, 1998). Hierbei ist die Wortwahl des „Referenzwertes“ zu beachten. Es handelt sich nicht um ein Ziel, wie es bisher bei den diese Strategie praktizierenden Euroländern der Fall war, sondern um eine Referenz, also einen Wert, an dem man sich orientiert, den man aber nicht mit der Konsequenz eines Zieles anstrebt. Der Grund der Unterscheidung liegt darin, daß auf europäischer Ebene keine ausreichend harten Fakten zur Verfügung stehen, wie es bei den einzelnen Zentralbanken bisher der Fall war. Diese im Laufe der Zeit gesammelten einzelnen Erfahrungen zusammenzufassen, um eine gemeinsame Geldmengenpolitik-„Erfahrung“ für das ganze Euroland zu erhalten, schien nicht akzeptabel. Es war nicht auszuschließen, daß es „im Zuge des mit der Euro-Einführung anstehenden Regimewechsels zu Brüchen in den relevanten Zeitreihen [kommen würde]“ (*Herdt*, 1998). Das Fehlen der sicheren empirischen Grundlage verhinderte somit anfänglich die Definition eines Zieles. Die Bekanntgabe einer Referenz entband von dem Streben nach einem auf unsicherer Grundlage basierenden Ziel, zeigte aber den guten Willen, sich an einem sinnvollen Wert zu orientieren.

Durch die Bekanntgabe des Referenzwertes versucht die EZB von vornherein, in der Tradition der Bundesbank und anderer Zentralbanken zu bleiben und durch offene Politik Vertrauen bei den europäischen Bürgern aufzubauen. Darüber hinaus wird nach jeder Ratssitzung eine schriftliche Erklärung vorgelegt, in der die Wirtschaftslage analysiert und die getroffenen Entscheidungen erläutert werden. Daneben steht der EZB-Präsident Wim Duisenberg auf einer Pressekonferenz den Medien Rede und Antwort. Soviel Transparenz ist für den Chefvolkswirt der EZB, Otmar Issing, nicht zu übertreffen (*Dunkel*, Immer fordert jemand etwas, 1998, S. 24). Und Transparenz - und damit die psychologische Grundlage für eine erfolgreiche europäische Antiinflationpolitik - zu schaffen, ist nötig, um in den Euroländern Vertrauen in die Politik der Europäischen Zentralbank aufzubauen.

---

<sup>5</sup> Die von der EZB verwendete Definition der Geldmenge M3 unterscheidet sich von der Definition der Bundesbank: Die neu definierte Geldmenge M3 umfaßt zusätzlich die durch die sogenannten „Monetären Finanzinstitute“ ausgegebenen Substitute wie Repogeschäfte, Geldmarktpapiere, Geldmarktfondszertifikate und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu 2 Jahren (vgl. o.V., Für Euroland gilt eine größere Geldmenge, 1999).

### 4.3. Geldpolitische Instrumente der Umsetzung

Die geldpolitischen Instrumente der Europäischen Zentralbank sollen nur knapp aufgezeigt werden, um überhaupt eine Vorstellung über die Möglichkeiten der EZB zu geben. Menkhoff (1995, S. 16ff) unterscheidet fünf Hauptinstrumente der Geldpolitik: Mindestreserven, Offenmarktpolitik, Refinanzierung, Währungsreserven und fiskalische Komponenten. In den einzelnen Euroländern wurden bisher verschieden gewichtete Kombinationen dieser Instrumente angewendet. Siebke (1997, S. 77) gibt einen guten Überblick über die Strategien und die Instrumente der Mitgliedsstaaten der Europäischen Union.

Die Instrumente, derer sich die EZB bedienen wird, sind die Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten (*Deutsche Bundesbank, Die Umsetzung der Geldpolitik des ESZB, 1998, S. 21f*). Die Durchführung der Offenmarktgeschäfte liegt bei den nationalen Zentralbanken. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte haben dabei jeweils zweiwöchige Laufzeit und entsprechen den bisherigen Wertpapierpensionsgeschäften der Deutschen Bundesbank. Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten lösen den Diskontkredit ab. Bei den ständigen Fazilitäten werden Spitzenrefinanzierungsfazilitäten (Übernachtungskredite) die bisherigen Lombardkredite ablösen. Die Einlagefazilität ist ein für die Bundesrepublik neues Instrument, mit dem die Möglichkeit besteht, über Nacht - als Pendant zum Übernachtungskredit – Geld bei der Zentralbank anzulegen. Die ersten Zinssätze für die Fazilitäten wurden am 22. Dezember 1998 mit 4.5% für die Spitzenrefinanzierungsfazilitäten und 2% für die Einlagefazilitäten festgelegt (*Europäische Zentralbank, Pressekonferenz am 22. Dezember 1998, 1998*).

#### 4.4. Mögliche Probleme der EZB

Nachdem nun die gemeinsame Geldpolitik des ESZB durch den EZB-Rat festgelegt wurde, muß man sehen, welche Probleme sich aus der Entscheidung für diese Politik ergeben können. Ein erstes zeigte sich schon bis Mitte März 1999 in der Person des damaligen deutschen Bundesfinanzministers Lafontaine. Er kritisierte die alleinige Ausrichtung der EZB-Politik auf die Preisstabilität und verwies auf die amerikanische Zentralbank, die gesetzlich gehalten ist, „beide Ziele, Preisstabilität und Beschäftigung, zu verfolgen.“ (Höfer, S. 134). Wegen des sich abschwächenden Wirtschaftswachstums und der unvermindert hohen Arbeitslosenzahl in Deutschland, sollte die EZB durch geeignete zinspolitische Signale die Wirtschaft anschieben. Lafontaine hielt sich damit an die Devise seines Parteigenossen Helmut Schmidt, der schon vor rund 20 Jahren bemerkte, ihm seien „fünf Prozent Inflation lieber als fünf Prozent Arbeitslosigkeit“ (Cornelius, S. 6). Durch seine Position als Finanzminister des wirtschaftlich stärksten Eurolandes bestand die Gefahr, daß Lafontaine seine Wünsche trotz der nominellen Unabhängigkeit des ESZB würde durchdrücken können. Um so erleichterter reagierte daher unter anderem die Börse, als Lafontaine am 11. März 1999 überraschend von seinem Amt zurücktrat: Der Kurs des Euro gegenüber dem Dollar sprang innerhalb weniger Minuten nach der Rücktrittsnachricht von knapp unter 1,09 \$/Euro auf über 1,10 \$/Euro. Ein politisch unabhängiger Euro ist eben mehr wert als ein abhängiger.

Auf ein weiteres Problem machten zwei Ökonomen des Internationalen Währungsfonds aufmerksam (vgl. Dunkel, Fragile Festung, 1998, S. 17): Trotz der Erfüllung der Konvergenzkriterien für eine Teilnahme an der Währungsunion durch die Euroländer unterschieden sich die Wirtschaften nach wie vor erheblich voneinander. Eine Zinserhöhung durch die EZB würde in einigen Euroländern fast doppelt so schnell wirken wie in anderen. Dies liegt an der unterschiedlichen Verschuldungsstruktur und an der individuellen Abhängigkeit vom Export

- Je höher ein Land kurzfristig verschuldet ist, desto schneller werden Zinsänderungen der Zentralbank über die Banken an die Wirtschaft weitergegeben.
- Je größer die Abhängigkeit vom Export und damit von Wechselkursen, desto schneller wirken sich Zinsänderungen auf die Realwirtschaft aus.

Um nun nicht kurzfristig ein zu großes Wirkungsgefälle zwischen den Euroländern entstehen zu lassen, sollten Zinsänderungen daher immer nur in sehr kleinen Schritten vorgenommen werden.

## **5. Zusammenfassung**

Die Europäische Zentralbank steht vor der einmaligen Aufgabe, ohne Erfahrungen und Referenzen eine gemeinsame Währung für die Euroländer zu schaffen, und die Geldpolitik für den gesamten Euroraum zu bestimmen.

Aufgrund gesetzlicher Voraussetzungen ist die EZB in ihren Entscheidungen unabhängig von den Regierungen der Euroländer. Als Ziel ihrer Politik ist im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft die Gewährleistung der Preisstabilität völkerrechtlich festgelegt. Um dieses Ziel zu erreichen, mußte eine geeignete geldpolitische Strategie gewählt werden.

Aus den Erfahrungen der einzelnen Euroländer mit verschiedenen geldpolitischen Strategien ergaben sich nur zwei mögliche Alternativen für den gemeinsamen Markt: Die geldmengenorientierte oder die Inflationszielpolitik. Für die Geldmengenpolitik sprachen insbesondere die einfachere Handhabung, die klare Abgrenzung der Verantwortungsbereiche und die guten Erfahrungen der Deutschen Bundesbank mit diesem Konzept. Da es bei der Geldmengenentwicklung aufgrund der Einführung einer neuen Währung in den Euroländern jedoch zu nicht abzusehenden Verzerrungen würde kommen können, entschied sich die Europäische Zentralbank gegen ein reines Geldmengenkonzept. Die Beobachtung und Steuerung der neu definierten Geldmenge M3 bildet eindeutig die Basis der Geldpolitik. Darüber hinaus wird jedoch noch ein großes Spektrum weiterer wirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren für die Preisentwicklung herangezogen.

Um der Gefahr zu entgehen, aufgrund der fehlenden Erfahrungen unrealistische Ziele für die Geldmengenentwicklung zu definieren und damit einen Vertrauensverlust an den Märkten zu erleiden, wurde für die Geldmenge zunächst nur ein Referenzwert von 4.5% für das Jahr 1999 bestimmt.

Da die EZB eine gemeinsame Geldpolitik für alle Euroländer verfolgt, besteht bis zur völligen Angleichung der wirtschaftlichen Verhältnisse in den einzelnen Ländern die Gefahr, daß z.B. Zinsänderungen durch die EZB in den Euroländern verschieden schnelle realwirtschaftliche Effekte zeigen. Daher muß die EZB die ihr zur Verfügung stehenden finanztechnischen Instrumente wie Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten im Rahmen ihrer Politik defensiv und mit Bedacht einsetzen.



## **Anhang: Behandlung der Thematik in der Literatur**

Aufgrund der Tatsache, daß die Europäische Zentralbank am 1. Juni 1998 gegründet wurde und erst am 1. Januar 1999 ihre Arbeit aufgenommen hat, wird die endgültig verfolgte geldpolitische Strategie der EZB in Lehrbüchern noch nicht behandelt. In einigen Büchern werden jedoch mögliche Strategien und ein wahrscheinliches Instrumentarium vorgestellt (*Hasse, Schäfer, 1990, Jarchow, Theorie und Politik des Geldes, 1995, Menkhoff, 1995*). In verschiedenen Zeitschriften (z.B. Schriften des Vereins für Socialpolitik, *Duwendag, Siebke, 1993, Duwendag, 1997*) finden sich ebenfalls Beiträge über mögliche Perspektiven für die EZB.

Aktuelle Informationen über die letztendlich gewählte Strategie und das zu verwendende Instrumentarium sind in befriedigendem Umfang nur direkt über die Deutsche Bundesbank und die Europäische Zentralbank zu bekommen. Aus diesem Grund wurde für diese Seminararbeit auch größtenteils auf Veröffentlichungen dieser Quellen und auf aktuelle Presseartikel zurückgegriffen, um der Aktualität des Themas gerecht zu werden.

Eine eingehende Behandlung und Bewertung der geldpolitischen Strategie der EZB in der Literatur wird mit der üblichen zeitlichen Verzögerung für die Zukunft zu erwarten sein.

## Literaturverzeichnis

- Bofinger, Peter, Geldpolitik, Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente, München, 1996
- Cornelius, Peter, Herausforderungen für die Geldpolitik, in: Anlage-Management Nr. 12/1998+1/1999, Informationen für die private Vermögensanlage der Deutschen Bank AG, Frankfurt am Main, 1998, S. 6-8
- Deutsche Bundesbank, Die Umsetzung der Geldpolitik des ESZB durch die Deutsche Bundesbank und ihre Ausformungen in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen, in: Monatsbericht November 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Strategie und Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken, in: Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion Nr. 4, Frankfurt am Main, 1997
- Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, in: Monatsbericht Januar 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Deutsche Bundesbank, Bankrechtliche Regelungen 1, Gesetz über die Deutsche Bundesbank und Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main, 1998, in: Internet: <http://www.bundesbank.de/de/monatsbericht/sonderpub/bbkgesetz.pdf> vom 17.02.99
- Dunkel, Monika, Gries Lothar, Fragile Festung, in: Wirtschaftswoche Nr. 52 vom 17.12.1998, Düsseldorf, 1998, S. 16-19
- Dunkel, Monika, Gries Lothar, Immer fordert jemand etwas, EZB-Chefvolkswirt Otmar Issing über die Zinspolitik und Machtstrukturen in der Währungsunion, in: Wirtschaftswoche Nr. 52 vom 17.12.1998, Düsseldorf, 1998, S. 22-24
- Duwendag, Dieter (Hrsg), Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 248, Berlin, 1997
- Duwendag, Dieter et al., Geldtheorie und Geldpolitik, 4. Auflage, Köln, 1993
- Duwendag, Dieter, Siebke, Jürgen (Hrsg), Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 220, Berlin, 1993
- Europäisches Währungsinstitut, The Single Monetary Policy in Stage Three: Specification of the Operational Framework, Frankfurt am Main, 1997, aus: Internet: [http://www.ecb.int/emi/pub/pdf/pub\\_05.pdf](http://www.ecb.int/emi/pub/pdf/pub_05.pdf) vom 06.03.99

- Europäische Zentralbank, Der quantitative Referenzwert für das Geldmengenwachstum im Jahre 1999, Pressemitteilung vom 1. Dezember 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Europäische Zentralbank, Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB, Pressemitteilung vom 13. Oktober 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Europäische Zentralbank, Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Wim Duisenberg, anlässlich der Pressekonferenz am 22. Dezember 1998, Pressemitteilung, Frankfurt am Main, 1998
- Europäische Zentralbank, Einleitende Bemerkungen des Präsidenten der Europäischen Zentralbank, Wim Duisenberg, anlässlich der Pressekonferenz am 1. Dezember 1998, Pressemitteilung, Frankfurt am Main, 1998
- Fläschle, Christian, Hübner, Rainer, Wir lassen uns nicht unter Druck setzen, Interview mit Otmar Issing, in: Capital Nr. 1/99, Hamburg, 1998, S. 85-91
- Funke, Norbert, Eine geldpolitische Strategie für eine Europäische Zentralbank, in: Wirtschaftsdienst Band 74, Hamburg, 1994, S. 50-56
- Hasse, Rolf H., Schäfer, Wolf (Hrsg), Europäische Zentralbank, Göttingen, 1990
- Herdt, Hans K., Häring, Nobert, Die EZB ist sich der Risiken bewusst, Gespräch mit dem Chefvolkswirt der Europäischen Zentralbank, Prof. Dr. Otmar Issing, in: Börsenzeitung vom 14. November 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Höfer, Max A., Hübner, Rainer, Im Visier von Lafontaine, in: Capital Nr. 12/98, Hamburg, 1998, S. 122-138
- Institut der deutschen Wirtschaft Köln, Zahlen zur wirtschaftlichen Entwicklung der Bundesrepublik Deutschland, Köln, 1998
- Issing, Otmar, Einführung in die Geldtheorie, 11. Auflage, München, 1998
- Issing, Otmar, Welche geldpolitische Strategie für die EZB?, Vortrag auf der 26. Volkswirtschaftlichen Tagung der Oesterreichischen Nationalbank, Wien, 8. Mai 1998
- Jarchow, Hans-Joachim, Theorie und Politik des Geldes, II. Geldpolitik, 7. Auflage, Göttingen, 1995
- Jarchow, Hans-Joachim, Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Aussenwirtschaft Band 50, St. Gallen, 1995, S. 423-442
- Köster, Wim, Die „Autonomie“ der Deutschen Bundesbank – Ein Modell für Europa?, in: Hasse, Rolf H., Schäfer, Wolf (Hrsg), Europäische Zentralbank, Göttingen, 1990, S. 128-133

- Menkhoff, Lukas, Geldpolitische Instrumente der Europäischen Zentralbank, Stuttgart, 1995
- o.V., Für Euroland gilt eine größere Geldmenge, in: Handelsblatt vom 22. März 1999, Düsseldorf, 1999, in: Internet: [http://www.handelsblatt.de/cgi-bin/hbi.exe?FN=hb&SFN=index&part=news&main=IO\\_FM\\_ARTINLBOERSEN&pname=iID&pvalue=68069](http://www.handelsblatt.de/cgi-bin/hbi.exe?FN=hb&SFN=index&part=news&main=IO_FM_ARTINLBOERSEN&pname=iID&pvalue=68069) vom 24.03.99
- Siebke, Jürgen, Zum geldpolitischen Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Duwendag, Dieter (Hrsg), Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 248, Berlin, 1997, S. 71-91
- Tietmeyer, Hans, Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, Vortrag an der Universität zu Köln, 11. Februar 1998
- Tietmeyer, Hans, Die Zukunft der Bundesbank liegt in Europa, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 17. September 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Tigges, Claus, Die Europäische Zentralbank sucht ihre geldpolitische Strategie, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 4. Mai 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Tigges, Claus, Geld – Preis – Korridore, Stabilitätsstrategie für Europa, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 31. August 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Tigges, Claus, Mischstrategie für die europäische Geldpolitik, Gespräch mit dem Direktoriumsmitglied der Europäischen Zentralbank, Prof. Dr. Otmar Issing, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 2. Juni 1998, Frankfurt am Main, 1998
- Willms, Manfred, Der Delors-Plan und die Ausgestaltung einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik, in: Hasse, Rolf H., Schäfer, Wolf (Hrsg), Europäische Zentralbank, Göttingen, 1990, S. 86-105