Nr. 9

Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro

Horst Löchel

September 1998

Autor: Prof. Dr. Horst Löchel
Allgemeine Volkswirtschaftslehre, und Wirtschaftspolitik
Hochschule für Bankwirtschaft, Frankfurt/Main
Tel. 069/ 15 40 08-198
glatzer@hfb.de

Herausgeber: Hochschule für Bankwirtschaft
Private Fachhochschule der BANKAKADEMIE
Sternstraße 8 • 60318 Frankfurt/Main
Tel.: 069/95946-16 • Fax: 069/95946-28
http:\\www.hfb.de

Einleitung 4

I. Struktur und Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken 5
I.1. Die Struktur des ESZB 5
I.1.1 Die Europäische Zentralbank 5
I.1.2 Das Direktorium der EZB 6
I.1.3 Der Rat der EZB 8
I.1.4 Die Gewinnverteilung des ESZB 10
I.1.5 ESZB, Fed und BB im Vergleich 11
I.1.6 Die Unabhängigkeit des ESZB 14
I.2 Ziele und Aufgaben des ESZB 16
I.2.1 Das übergeordnete Ziel der Preisniveaustabilität 16
1.2.2. Geteilte Zuständigkeiten in der Wechselkurspolitik 17
I.2.3 Das Notenbankmonopol 19
I.2.4 Die Stabilität des Euro 19

II. Geldpolitische Strategien und geldpolitische Instrumente 21
II.1 Geldpolitische Strategien 21
II.1.1 Geldmengen-, Inflations- und Wechselkursziel 22
II.1.1.1 Geldmengenziel 22
II.1.1.2 Inflationsziel 23
II.1.1.3 Wechselkursziel 23
II.1.2 Geldpolitische Strategien im Vergleich 24
II.1.3 Der unbekannte Währungsraum des Euro 26
II.2 Geldpolitische Instrumente 27
II.2.1 Offenmarktgeschäfte 27
II.2.1.1 Tendergeschäfte 28
II.2.1.2 Geschäftsarten 31
II.2.1.3 Refinanzierungskategorien 31
II.2.2 Ständige Fazilitäten und Zinskorridor 34
II.2.3 Mindestreserve 35

II.2.4 Zentralbankfähige Sicherheiten 37
II.3 Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Geldpolitik 37
II.3.1 Der Transmissionsmechanismus 38
II.3.2 Unterschiedliche Transmissionsmechanismen 39
II.3.3 Unterschiedliche Kosten der Inflationsbekämpfung 40
II.3.4 Unterschiedliche Konjunkturzyklen und europäische Zinsperspektiven 41

Zusammenfassung und Ausblick 43

ANHANG 1: Eckdaten zum Euro-Währungsraum (1997) 45

Anhang 2a: *Handelsblatt vom 8. März 1997, Seite 2* 46

Anhang 2b: *Handelsblatt vom 22. Oktober 1997, Seite 2* 47

Anhang 2c: *Handelsblatt vom 10. August 1998, Seite 2* 48

Literatur und Internet Links 49

Einleitung*

Der Euro ist eine welthistorische Premiere. Noch niemals haben politisch unabhängige Staaten in diesem Umfang ihre Währungshoheit zu Gunsten einer gemeinsamen Währung aufgegeben. Auch das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) und die Europäische Zentralbank (EZB) betreten Neuland mit ihrer gemeinsamen Geldpolitik im Währungsraum des Euro. Im folgenden sollen die Grundzüge dieser Geldpolitik vorgestellt werden. Zunächst wird in die Strukturen, die Ziele und die Aufgaben des ESZB und der EZB eingeführt. Zentrale Themen hierbei sind: Aufbau und Entscheidungswege des ESZB und der EZB, das Verhältnis zwischen EZB und nationalen Zentralbanken (NZB), die politische Unabhängigkeit des ESZB sowie die Sicherung der Preisniveaustabilität und die Wechselkurspolitik.

Im zweiten Abschnitt steht die geldpolitische Strategie und die geldpolitischen Instrumente des ESZB im Vordergrund. Bezüglich der Strategie geht es um die Frage, anhand welcher monetärer Indikatoren - Geldmenge oder Inflationsrate - das ESZB ihr Ziel, die Preisniveaustabilität, verfolgen will. Darauf aufbauend werden die geldpolitischen Instrumente und ihre Wirkungsweise erläutert: Von der Offenmarktpolitik über die ständigen Fazilitäten bis hin zur Mindestreserve. Abschließend wird auf die Frage eingegangen, welche realwirtschaftlichen Auswirkungen der gemeinsamen europäischen Geldpolitik zu erwarten sind.

---

* Bei dem vorliegenden Text handelt es sich um einen Vorabdruck eines Kapitels aus dem im Frühjahr 1999 in deutscher, englischer, französischer und holländischer Sprache erscheinenden European Banking Course (Eurobac), der herausgegeben wird von der Bankakademie, Frankfurt am Main, vom Centre De Formation De La Profession Bancaire, Paris und vom Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, Amsterdam. Ich danke Frau Fritschi für wertvolle Korrekturvorschläge sowie Frau Glatzer und Herrn Lißner für die technische Verarbeitung.
Im Anhang befinden sich zusätzlich drei Kommentare zu aktuellen Fragen der Währungsunion, die ich für das Handelsblatt in den letzten eineinhalb Jahren geschrieben habe.

I. Struktur und Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken

I.1. Die Struktur des ESZB

Als *Europäisches System der Zentralbanken (ESZB)* bezeichnet man die Zusammenarbeit von *Europäischer Zentralbank (EZB)* und *nationalen Notenbanken (NZB)* der Mitgliedstaaten der europäischen Währungsunion.

I.1.1 Die Europäische Zentralbank

Die EZB wurde am 1. Juli 1998 als Nachfolgerin des *Europäischen Währungsinstituts* (EWI) gegründet. Sie wird ab dem 1. Januar 1999 die alleinige Verantwortung für die Geldpolitik im Währungsraum des Euro tragen. Die EZB hat ihren Sitz in Frankfurt am Main (Deutschland). Sie ist eine eigene Rechtspersönlichkeit (juristische Person), deren Rechtsakte der Kontrolle des *Europäischen Gerichtshofs* unterliegen.

Eigentümer der EZB sind die NZB's. Sie halten das Grundkapital der EZB von vier Mrd. Euro. Über den größten Anteil verfügt die *Deutsche Bundesbank* mit knapp 25%, gefolgt von der *Banque de France* mit 17 %. Die gesamten von den NZB's auf die EZB übertragenen Gold- und Devisenreserven betragen 50 Mrd. Euro, abzüglich der Anteile der nationalen Notenbanken, die noch nicht an der Währungsunion teilnehmen (die sogenannten *Pre-ins*: Dänemark, Griechenland, Großbritannien und Schweden). Damit verbleiben der EZB momentan knapp 40 Mrd. Euro an Währungsreserven, die zu 85 Prozent aus Devisen bestehen und zu 15 Prozent, also knapp sechs Mrd. Euro, aus Gold.

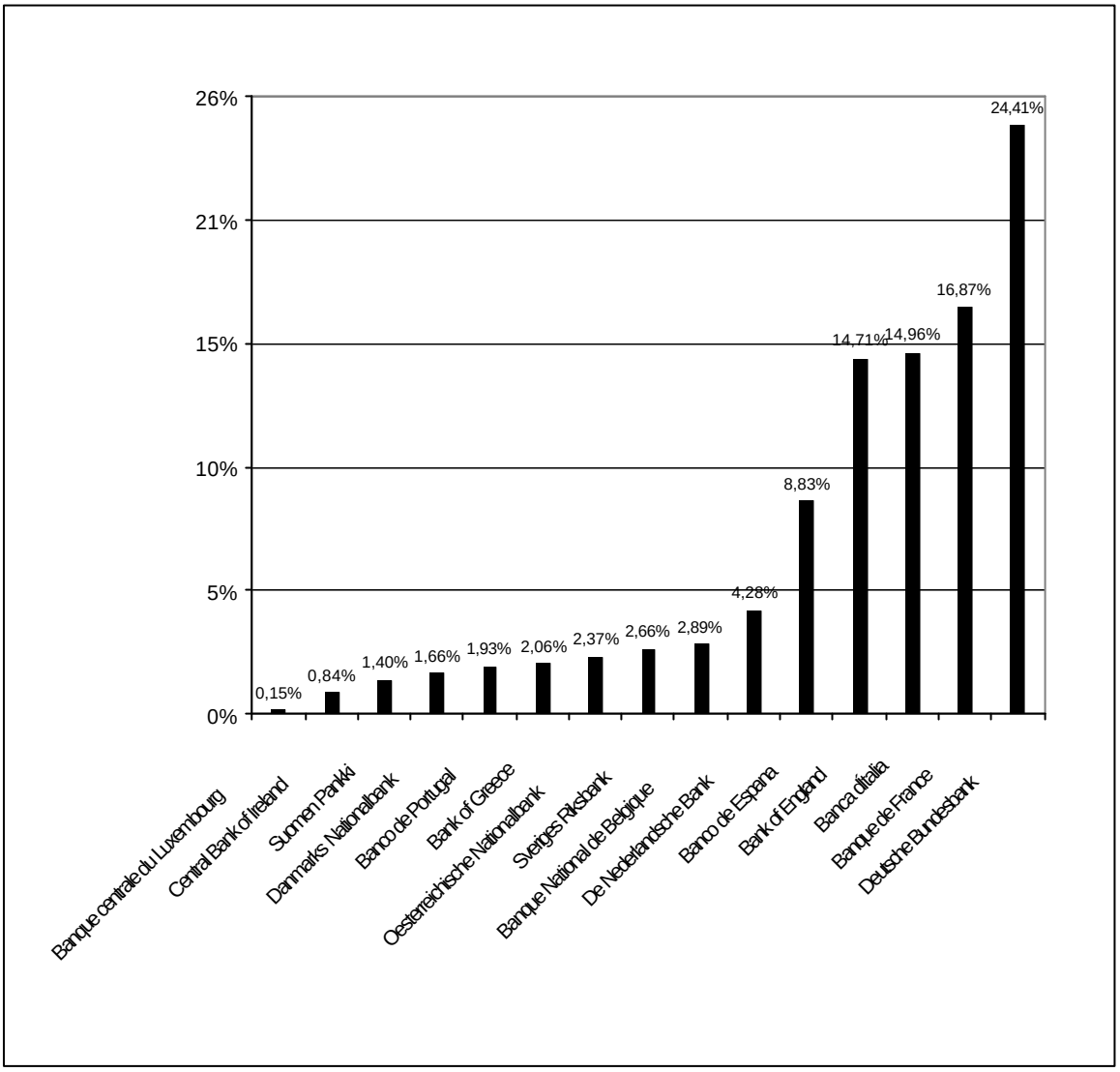


Abb. 1: Kapitalanteile der NZB´s an der EZB (in v.H.)

I.1.2 Das Direktorium der EZB

Die EZB wird von zwei Beschlußorganen geführt: Dem *Rat der EZB (*kurz: *EZB-Rat)* und dem *Direktorium der EZB.* Während der EZB-Rat die Richtlinien der Geldpolitik bestimmt, hat das Direktorium operative Aufgaben: Es ist verantwortlich für die Umsetzung der vom Rat beschlossenen Richtlinien in die Praxis der Geldpolitik.

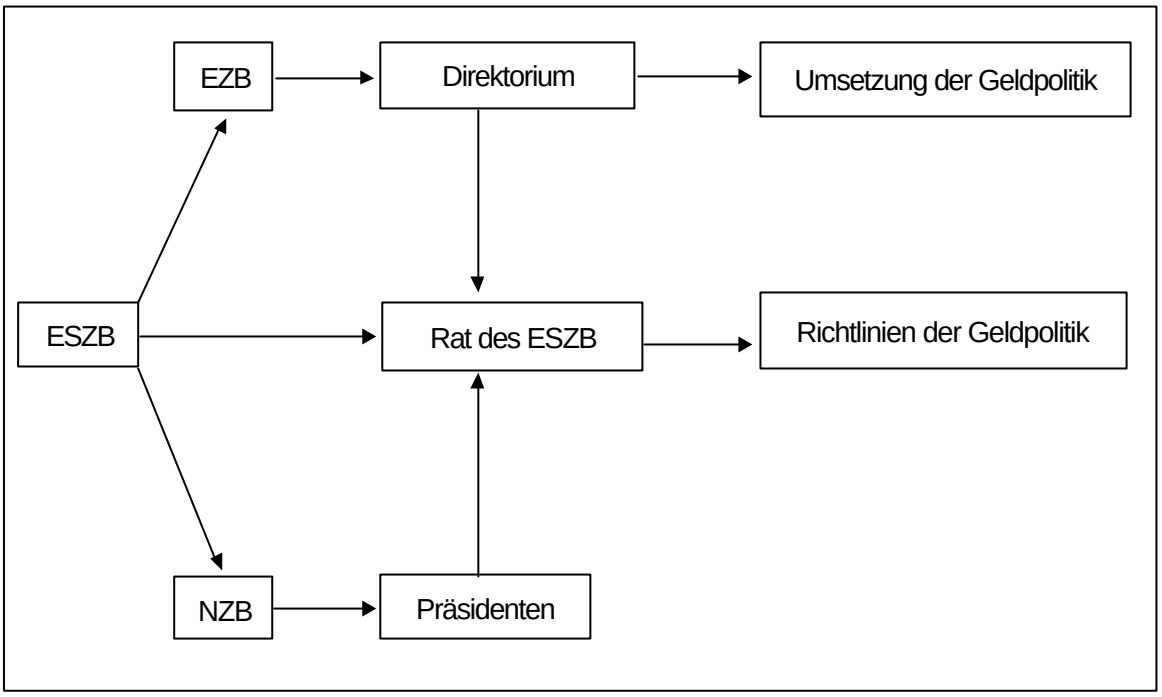


Abb. 2: Das Europäische System der Zentralbanken

Das Direktorium der EZB besteht aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten sowie vier weiteren Mitgliedern. Es wird durch den *Europäischen Rat* der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedsstaaten der *Europäischen Union* berufen. Für die Mitglieder des Direktoriums schreibt der Vertrag über die Europäische Union (*Maastrichter Vertrag*) vor, daß es sich um ausgewiesene Fachleute in Bank- und Währungsfragen handeln muß. Als erster Präsident wurde im Mai 1998 der Niederländer Wim Duisenberg ernannt, als Vizepräsident der Franzose Christian Noyer. Weitere Mitglieder des Direktoriums sind: Eugenio Domingo Solana (Spanien), Sirkka Hämäläinen (Finnland), Otmar Issing (Deutschland) sowie Tommaso Padoa-Schioppa (Italien).

Auszug aus dem Artikel 109a des Vertrages über die Europäische Union (Maastricht-Vertrag)

Der Präsident, der Vizepräsident und die weiteren Mitglieder des Direktoriums werden von den Regierungen der Mitgliedstaaten auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs auf Empfehlung des Rates, der hierzu das Europäische Parlament und den EZB-Rat anhört, aus dem Kreis der in Währungs- und Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten einvernehmlich ausgewählt und ernannt.

Die Mitglieder des Direktoriums werden nur einmal für acht Jahre berufen. Bei der ersten Bestellung im Mai 1998 wurde hiervon eine Ausnahme gemacht, um zu verhindern, daß sämtliche Direktoriumsmitglieder zur gleichen Zeit ausscheiden. Der Präsident, Wim Duisenberg, hat sich darüber hinaus die Option offengehalten, freiwillig nach vier Jahren sein Amt abzugeben. Designierter Nachfolger ist der Franzose J. C. Trichet.

I.1.3 Der Rat der EZB

Oberstes Entscheidungsgremium der EZB ist der EZB-Rat. Er umfaßt 17 Mitglieder: Die Direktoriumsmitglieder der EZB sowie die 11 Präsidenten der NZB. Im Rat stellen also die Präsidenten der NZB die Mehrheit der Mitglieder.

Im EZB-Rat gilt der Abstimmungsmodus: o*ne man, one vote*. Mit dieser Regel soll erreicht werden, daß jedes einzelne Mitglied des Rates seine Entscheidungen nicht von nationalen Interessen, sondern allein von den Notwendigkeiten einer gesamteuropäischen Geldpolitik abhängig macht. Bei gewichteten Stimmen hätte die Verfolgung nationaler Interessen nahegelegen. Bei Stimmengleichheit gibt der Präsident den Ausschlag. Entscheidungen werden grundsätzlich mit einfacher Mehrheit getroffen.

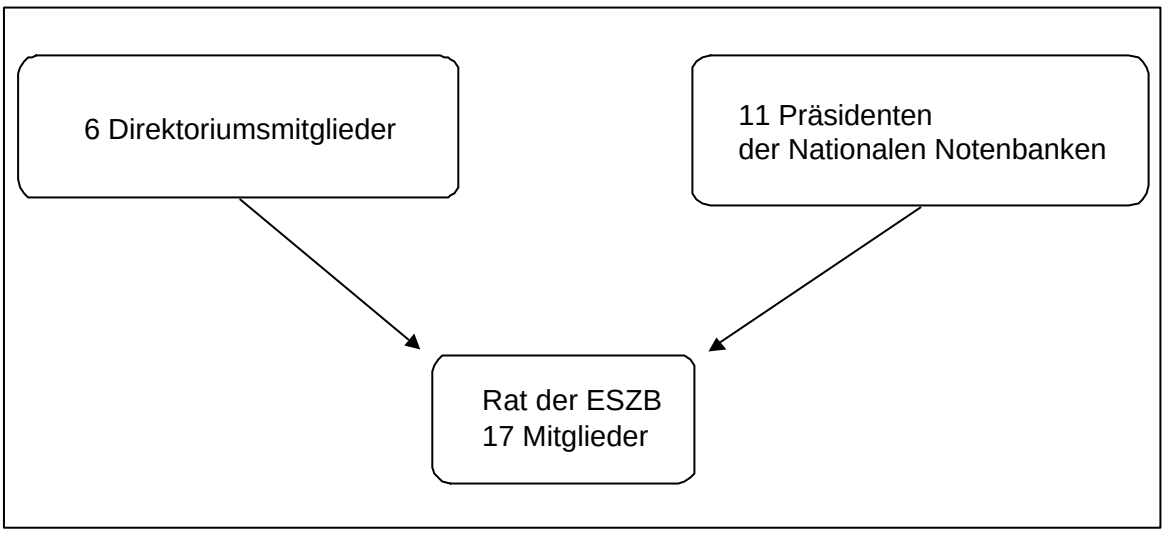


Abb. 3: Der Rat des ESZB

Eine Ausnahme von diesen Entscheidungsregeln gilt nur für die Verteilung des Gewinns der EZB an die NZB's. Dieser Gewinn - auch *Seigniorage* genannt - entsteht durch die Emission von Zentralbankgeld und den damit verbundenen Zinseinnahmen. Für den Beschluß über die Gewinnverteilung ist eine Zweidrittelmehrheit der gewichteten Stimmen der nationalen Zentralbankpräsidenten erforderlich. Die Direktoriumsmitglieder haben in diesem Punkt kein Stimmrecht. Die Stimmengewichte der nationalen Notenbankpräsidenten richten sich wiederum nach den Kapitalanteilen, die die nationalen Zentralbanken an der EZB halten.

An den Sitzungen des EZB-Rates, die am ersten Dienstag jeden Monats am Sitz der EZB in Frankfurt am Main (Deutschland) stattfinden, kann ein Mitglied der *Europäischen Kommission* sowie der Präsident des Rates der europäischen Finanz- und Wirtschaftsminister (*Ecofin*) teilnehmen. Neben dem EZB-Rat existiert noch ein erweiterter EZB-Rat. Ihm gehören auch die Notenbankpräsidenten der vier EU-Staaten an, die noch nicht der Währungsunion beigetreten sind (die *Preins*). Der erweiterte EZB-Rat hat nur beratenden Charakter.

I.1.4 Die Gewinnverteilung des ESZB

Ein besonderes Problem für den EZB-Rat ist die Verteilung der Geldschöpfungsgewinne des ESZB. Hier ist vereinbart, daß die bei den NZB's entstehenden Geldschöpfungsgewinne zunächst in einen gemeinsamen Topf wandern, ehe sie dann entsprechend der Kapitalanteile der NZB's wieder zurückverteilt werden. Ein Problem tritt deswegen auf, weil der Gewinnbeitrag der einzelnen NZB's zum Gesamtgewinn des ESZB nicht immer mit ihren Kapitalanteilen übereinstimmt.

Die Höhe des Geldschöpfungsgewinns einer NZB ist im wesentlichen abhängig vom Volumen des jeweiligen nationalen Bargeldumlaufes. Zwar spielt auch die Mindestreserve eine Rolle, entscheidend ist aber der Bargeldumlauf. Grundsätzlich gilt: Je größer das Bargeldvolumen, um so höher *ceteris paribus* auch der Geldschöpfungsgewinn. Zu einer Bevorteilung bzw. zu einer Benachteiligung im Vergleich zur Situation vor der Währungsunion, kommt es für eine NZB also immer dann, wenn der Anteil der nationalen Währung am Euro-Währungsraum abweicht vom Kapitalanteil der jeweiligen NZB an der EZB. Dann nämlich stimmt der Beitrag einer NZB zum Gesamtgewinn der EZB nicht mit dem ihr zustehenden Gewinnanteil überein.

Dieses Problem betrifft im besonderen Maße die Deutsche Bundesbank. Einerseits verfügt sie, wie bereits einleitend erwähnt, über einen Kapitalanteil an der EZB von knapp 25 Prozent, andererseits ist der Anteil der D-Markt am Euro-Währungsraum mit rund einem Drittel aber deutlich höher. Das hohe Bargeldvolumen der D-Mark hängt im wesentlichen damit zusammen, daß die D-Markt in vielen Transformationsstaaten Osteuropas zum faktischen Zahlungsmittel geworden ist. Die Folge dieser Situation ist, daß sich die Deutsche Bundesbank und damit die Bundesrepublik Deutschland insgesamt, da der Bundesbankgewinn zum größten Teil an die Bundesregierung abgeführt wird, durch die Währungsunion finanziell nicht unerheblich schlechter stellen würde.

Um dies zu vermeiden bzw. um wenigsten die Verluste zu begrenzen, ist der Kompromißvorschlag gemacht worden, daß für eine Übergangszeit von drei Jahren bei der Ermittlung des Gewinnbeitrags der einzelnen NZB's am Gesamtgewinn der EZB der Bargeldumlauf ausgeklammert wird. Damit würde sich automatisch der von der Deutschen Bundesbank an die EZB abzuführende Gewinnbeitrag verringern und damit

auch der Verlust für die Bundesrepublik Deutschland. Eine endgültige Entscheidung wird aber erst für 1999 erwartet.

I.1.5 ESZB, Fed und BB im Vergleich

Das ESZB ist ein förderatives Zentralbankensystem, das durch die Zusammenarbeit von EZB und NZB's gekennzeichnet ist. Damit weist das ESZB die gleichen Charakteristika auf wie die *Federal Reserve (Fed)* in den Vereinigten Staaten oder die *Bundesbank (BB)* in Deutschland. Allerdings ist das ESZB deutlich dezentralistischer aufgebaut als die Fed oder die BB. Dies findet seinen Ausdruck darin, daß der Einfluß der NZB's gegenüber der EZB innerhalb des ESZB sehr stark ausgeprägt ist. Ein Vergleich von EZB, Fed und BB verdeutlicht dies.

Zunächst einmal ist festzustellen, daß der Einfluß des Direktoriums der EZB geringer ist als der Einfluß der vergleichbaren Entscheidungsorgane im Fed und bei der BB, also dem *Board of Governors* und dem *Direktorium der BB.* Während nämlich das Direktorium der EZB nur operative Aufgaben wahrnimmt, beschließt das Board über die Mindestreserve sowie den Diskontsatz und das Direktorium der BB über die Offenmarktgeschäfte sowie die Devisenmarkttransaktionen.

Darüber hinaus wurde schon erwähnt, daß im EZB-Rat, der die Richtlinien der europäischen Geldpolitik bestimmt, die Präsidenten der NZB's mit 11:6 die Mehrheit der Mitglieder stellen. Nicht so beim Fed. Den sieben Board-Mitgliedern im *Open Market Committee* stehen fünf abstimmungsberechtigte Präsidenten der regionalen Fed's gegenüber. In der BB gibt es seit 1992 im *Zentralbankrat* eine knappe 9:8 Mehrheit der Landeszentralbankpräsidenten gegenüber den Direktoriumsmitgliedern. Der Einfluß eines Landeszentralbankpräsidenten in Deutschland ist allerdings deutlich kleiner als der Einfluß der Präsidenten der NZB's in Europa.

Auch im operativen Geschäft sind die NZB's stark vertreten. So ist geplant, daß die gesamte Bargeldversorgung sowie die Masse der Refinanzierungs- und Devisengeschäfte über die NZB's dezentral von den verschiedenen Finanzplätzen aus abgewickelt werden. Das hat zur Folge, daß die EZB selbst nicht dauerhaft in

Kontakt mit den Märkten steht, sondern sich auf die Erfahrungen und Berichte der einzelnen NZB's verlassen muß. Fed und BB hingegen wickeln ihre Geschäfte an zentralen Bankplätzen in New York und Frankfurt am Main ab.
Schließlich ist auch die personelle Besetzung des ESZB auf die NZB's zugeschnitten. Den rund 500 Mitarbeitern in der EZB in Frankfurt am Main stehen etwa 60.000 Mitarbeiter in den nationalen Notenbanken gegenüber, davon allein 16.00 bei der Deutschen Bundesbank. Somit wird die Masse der

	EZB	Fed	BB
Direktorium	• 6 Mitglieder • Operatives Organ des EZB Rates • Delegiert i.d.R. die Geschäfte an die NZB´s • Dezentrale Bankplätze	• 7 Mitglieder • Beschließt über Mindestreserve und Diskontsatz • Führt die Offenmarktgeschäfte aus • Bankplatz: New York	• 8 Mitglieder • Beschließt über Offenmarktgeschäfte und Devisenmarkttransaktionen • Führt Offenmarktgeschäfte und Devisenmarkttransaktionen aus • Bankplatz: Frankfurt am Main
Rat	• 17 Mitglieder • 6 Direktoriumsmitglieder plus 11 Präsidenten der NZB´s • Bestimmt Richtlinien der Geldpolitik	• 19 Mitglieder • 7 Board-Mitglieder plus 12 Präsidenten der regionalen Fed´s, von denen aber nur 5 abstimmungsberechtigt sind. • Beaufsichtigt die Politik des Board	• 17 Mitglieder • 8 Direktoriumsmitglieder plus 9 Landeszentralbankpräsidenten • Bestimmt Richtlinien der Geldpolitik

Abb. 4: EZB, Fed und BB

Hintergrundinformationen, auf denen die Geldpolitik der EZB fußt, nicht in der EZB, sondern in den nationalen Notenbanken erarbeitet werden. Darüber hinaus beste-

hen viele Kommissionen und Ausschüsse innerhalb der EZB überwiegend aus Mitgliedern der NZB's.

Der Vergleich zwischen dem ESZB, dem Fed und der BB führt zu der Schlußfolgerung, daß die Position der EZB und seines Direktoriums vergleichsweise schwach ist. In Belastungssituationen kann dies zu Problemen führen. Möglicherweise wird eine rasche und effiziente Umsetzung der Geldpolitik behindert. Darüber hinaus könnte es zu einem Kompetenzgerangel zwischen NZB's und EZB kommen. Beides würde die Einheitlichkeit der europäischen Geldpolitik gefährden.

I.1.6 Die Unabhängigkeit des ESZB

Das ESZB ist in mehreren Hinsichten unabhängig:

➔ Institutionelle Unabhängigkeit: Dritte Parteien, wie nationale Regierungen oder der Europäische Rat, können keine Rechte gegenüber dem ESZB geltend machen.

➔ Personelle Unabhängigkeit: Die Mitglieder des Direktoriums der EZB werden nur einmal für acht Jahre berufen. Eine vorzeitige Entlassung ist nicht möglich, abgesehen von wenigen Sonderfällen, die in den Statuten des ESZB geregelt sind. Die Amtszeit der Präsidenten der NZB's muß mindestens fünf Jahre betragen.

➔ Funktionale Unabhängigkeit: Vorrangiges und unabänderliches Ziel des ESZB ist die Sicherstellung von Preisniveaustabilität.

➔ Operative Unabhängigkeit: Das ESZB ist frei in der Wahl und dem Einsatz ihres geldpolitischen Instrumentariums.

➔ Finanzielle Unabhängigkeit: Die NZB's sind die alleinigen Zeichner und Inhaber des Kapitals der EZB.

Auszug aus Art. 107 des Vertrages über die Europäische Union (Maastricht-Vertrag)

Bei der Wahrnehmung (...) ihrer (...) 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 Mitgliedsstaaten oder anderer Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten verpflichten sich, diesen Grundsatz zu beachten und nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlußorgane der EZB oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen.

Die politische Unabhängigkeit des ESZB hat jedoch auch eine Kehrseite. Sie bedeutet, daß das ESZB über eine sehr große, von wirtschaftspolitischen Institutionen und Bürgern weitestgehend unkontrollierte Macht verfügt. Das bringt ein Höchstmaß an Verantwortung mit sich. Geldpolitik ist nämlich neben der Fiskalpolitik das wichtigste Instrument der Wirtschafts- und Konjunkturpolitik. Geldpolitik beeinflußt nicht nur die europäische Inflationsrate, sondern auch die Entwicklung der europäischen Volkswirtschaften, ihr Wachstum und ihre Beschäftigung.

In diesem Zusammenhang ist zu beachten, daß die Gründung des ESZB und der EZB auf einem völkerrechtlich verbindlichen Vertrag - dem Vertrag über die *Europäische Union* (kurz: *Maastricht-Vertrag*) - beruht. Der Maastricht-Vertrag kann nur einstimmig geändert werden und diese Änderung bedarf der Ratifizierung in *allen* Mitgliedstaaten. Damit genießt das Ziel des ESZB, die Sicherstellung von Preisniveaustabilität, Verfassungsrang. Die Aufgaben anderer Zentralbanken in der Welt beruhen hingegen in der Regel nur auf Gesetzen, die mit einfacher parlamentarischer Mehrheit geändert werden können.

Unter diesen Umständen ist es gerade für das ESZB und die EZB wichtig, ihre Beschlüsse und ihre Politik für eine breite Öffentlichkeit möglichst transparent und verständlich zu machen. Allerdings hat es die EZB abgelehnt, der Praxis der *Bank of England* zu folgen, und die Protokolle der Direktoriums- und Ratssitzungen zeitversetzt zu veröffentlichen. Institutionell verankert ist aber die Berichtspflicht gegenüber dem Europäischen Parlament. Darüber hinaus muß das ESZB einen Jahresbericht und quartalsweise erscheinende Berichte zur Geldpolitik der Öffentlichkeit vorlegen. Schließlich sind die Direktoriumsmitglieder und insbesondere der Präsident der EZB verpflichtet, auf Verlangen vor dem Währungsausschuß des Europäischen Parlaments Rede und Antwort zu stehen.

I.2 Ziele und Aufgaben des ESZB

Das ESZB hat vier Aufgaben:

➔ Die Geldversorgung im Euro-Währungsraum sicherzustellen.

➔ Die Devisengeschäfte durchzuführen und die übertragenen Währungsreserven zu verwalten.

➔ Die Zahlungssysteme abzuwickeln.

➔ Die Organe der Europäischen Union in monetären Fragen zu beraten.

Bei der Erfüllung dieser Aufgaben schreibt der Maastricht-Vertrag vor, daß das ESZB im Einklang mit den Grundsätzen einer offenen Marktwirtschaft handelt.

I.2.1 Das übergeordnete Ziel der Preisniveaustabilität

Übergeordnetes Ziel des ESZB ist die Sicherstellung von *Preisniveaustabilität* im Euro-Währungsraum. Darüber hinaus ist das ESZB gehalten, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Europäischen Union zu unterstützen, jedoch nur dann, wenn die Preisniveaustabilität nicht gefährdet ist.

Auszug aus Art. 105 des Vertrages über die Europäische Union (Maastricht-Vertrag)

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 (...) Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird (...).

1.2.2. Geteilte Zuständigkeiten in der Wechselkurspolitik

Im Unterschied zur Geldpolitik ist die Verantwortlichkeit in der Wechselkurspolitik zwischen dem ESZB und dem *Ministerrat der Europäischen Union* geteilt. Der Ministerrat entscheidet mit qualifizierter Mehrheit über das Wechselkurssystem, das ESZB und die EZB über die laufende Wechselkurspolitik.

Von großer Bedeutung ist in diesem Zusammenhang, daß der Maastricht-Vertrag auch in der Wechselkurspolitik die Priorität der Preisniveaustabilität vorsieht. Das bedeutet, daß dem *Binnenwert* des Euro im Konfliktfall größere Aufmerksamkeit eingeräumt wird als seinem *Außenwert*. Dies gilt auch für das Wechselkursarrangement gegenüber den Pre-in-Staaten Dänemark, Griechenland, Großbritannien und Schweden. Dieses sogenannte *Europäische Währungssystem II (EWS II)* bestimmt als Schwankungsbandbreiten des Euro gegenüber der dänischen Krone, der griechischen Drachme, dem britischen Pfund Sterling und der schwedischen Krone ± 15%. Das ESZB und die EZB müssen die oberen und unteren Interventionspunkte dieser Bandbreiten nur dann verteidigen, wenn das Ziel der Preisniveaustabilität nicht gefährdet ist.

Wechselkurspolitik beeinflußt sowohl die Realwirtschaft als auch die Inflationsrate. Die Realwirtschaft wird über die Export- und Importpreise und damit die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft tangiert. Grundsätzlich gilt: Je stärker eine Währung abwertet, um so billiger werden die Exporte und um so teu-

rer die Importe. Mit Abwertungen steigt also tendenziell die internationale Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Umgekehrt bei Aufwertungen: Steigende Export- und sinkende Importpreise bedeuten nun eine Verschlechterung der Weltmarktposition. Ein ”schwacher” Außenwert des Euro, beispielsweise gegenüber dem US-Dollar, würde die Exportchancen der an der Währungsunion beteiligten Volkswirtschaften also erhöhen, während ein ”starker” Außenwert die Exportchancen vermindern würde.

Die Wechselkurspolitik hat auch Einfluß auf den Binnenwert des Euro. Der Wechselkurs des Euro beeinflußt nämlich die Euro-Geldmenge und damit das Preisniveau im Euro-Währungsraum. Soll beispielsweise eine Abwertung des Euro gegenüber einer Drittwährung verhindert werden, muß die EZB auf den Devisenmärkten Euro ankaufen. Umgekehrt bei Abwehr einer Aufwertung: Nun müssen Euro verkauft werden. Im ersten Fall kommt es zu einer Kontraktion der Geldmenge und damit zu tendenziell sinkenden Inflationserwartungen, im letzten zu einer steigenden Geldmenge und damit auch zu steigenden Inflationserwartungen.

Nun ist es möglich, daß Wechselkurs- und Geldpolitik auseinanderlaufen. Zum Beispiel könnte eine Regierung oder der Europäische Rat versuchen, den Außenwert des Euro zu senken, um so die Exportchancen und damit das Wachstum innerhalb Europas zu stärken. Gleichzeitig wird damit aber die Inflationsgefahr erhöht, weil es bedeutet, daß die EZB Euro am Devisenmarkt verkaufen muß und damit die Euro-Geldmenge steigt. Insofern ist es sehr wichtig, daß im Falle eines Interessenkonfliktes zwischen Außen- und Binnenwert des Euro der Binnenwert den Vorrang hat. Denn das bedeutet, daß eine wie immer geartete Wechselkurspolitik die Preisniveaustabilität letztlich nicht gefährden kann. Das ESZB muß Preisniveaustabilität garantieren, egal, was dies für den Wechselkurs des Euro und damit die Exportchancen der an der Währungsunion beteiligten Volkswirtschaften bedeutet.

I.2.3 Das Notenbankmonopol

Wie jede Zentralbank verfügt auch das ESZB über ein Notenbankmonopol. Das heißt, daß das alleinige gesetzliche Zahlungsmittel, der Euro, nur von der EZB und dem ESZB in Umlauf gebracht werden kann. Nur der EZB-Rat darf die Emission von Euro-Banknoten genehmigen. Die Ausgabe erfolgt in der Regel dann durch die NZB's.

Es ist geplant, die Ausgabe der Euro-Banknoten am 1. Januar 2002 zu beginnen und spätestens am 30. Juni des gleichen Jahres abzuschließen. Ab dem 1. Juli des Jahres 2002 ist der Euro dann das alleinige gesetzliche Zahlungsmittel. Die Euro-Banknoten umfassen sieben Stückelungen: 5, 10, 20, 50, 100, 200 und 500 Scheine. Die Scheine zeigen Architekturelemente verschiedener europäischer Stilepochen.

Hingegen verbleibt das *Münzregel* bei den an der Währungsunion teilnehmenden Staaten. Euro-Münzen dürfen nur von den Staaten der Währungsunion emittiert werden. Allerdings bedarf das Volumen der Münzausgabe der Genehmigung durch die EZB. Die Einnahmen aus dem Münzgewinn fließen weiterhin dem jeweiligen Staatshaushalt des emittierenden Landes zu. Ein Euro ist in einhundert *Cent* unterteilt. Es sind acht Stückelungen vorgesehen: 1, 2, 5, 10, 20, 50 Cent sowie 1 und 2 Euro-Stücke. Alle Münzen haben eine einheitliche, europäische Seite mit verschiedenen stilisierten Landkarten Europas und dem EU-Symbol der 12 Sterne. Die andere Seite wird jeweils vom nationalen Emittenten gestaltet. Unabhängig vom Ausgabeland sind die Euro-Münzen aber in allen Staaten der Währungsunion gesetzliches Zahlungsmittel.

I.2.4 Die Stabilität des Euro

Im Vorfeld der Währungsunion wurde immer wieder über die Stabilität des Euro diskutiert. In der Struktur, den Aufgaben und den Zielen des ESZB und der EZB lassen sich jedoch keine Anhaltspunkte finden, die auf einen nicht stabilen Euro hindeuten würden. Ganz im Gegenteil, es gibt gute Gründe davon auszugehen, daß der Euro eine sehr stabile Währung werden wird:

➔ Das ESZB ist politisch unabhängiger als alle anderen Zentralbanken der Welt.

➔ Das Ziel der Preisniveaustabilität hat Verfassungsrang und ist kein einfaches Gesetz wie in den meisten Staaten. Preisniveaustabilität genießt absolute Priorität, sowohl gegenüber der Wirtschafts- wie auch der Wechselkurspolitik.

➔ Die Entscheidungsorgane des ESZB, der EZB-Rat und das Direktorium der EZB sind personell mit Fachleuten besetzt, die schon in der Vergangenheit bewiesen haben, daß sie willens und fähig sind, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik zu betreiben.

➔Der Maastrichter Vertrag sieht ein Verbot von sogenannten *Notenbankkrediten* vor. Das bedeutet, daß sich die Staaten nicht direkt beim ESZB verschulden dürfen. Die Staaten müssen ihre Schulden, wie jeder andere Schuldner auch, am privaten Kapitalmarkt aufnehmen. Damit scheidet eine inflationäre Notenbankfinanzierung des Staates aus.

➔Zusätzlich wurde ein Stabilitätspakt vereinbart, der Sanktionen gegen diejenigen Mitgliedsstaaten vorsieht, deren jährliches öffentliches Budgetdefizit drei Prozent überschreitet. Die Sanktionen bestehen aus zinslos zu hinterlegenden Einlagen in Höhe eines Sockelbetrages von 0,2% des BIP und 0,1% pro Prozentpunkt der Defizitverfehlung bis zu einer Obergrenze von 0,5% des nationalen BIP. Diese bei der EZB zu hinterlegenden Einlagen werden nach zwei Jahren einbehalten, wenn bis dahin der Referenzwert von drei Prozent beim Defizit nicht unterschritten wird.

II. Geldpolitische Strategien und geldpolitische Instrumente

Unter geldpolitischer Strategie versteht man, mit welcher Strategie eine Zentralbank ihr Ziel, Preisniveaustabilität, erreichen will. Die geldpolitischen Instrumente geben demgegenüber Auskunft, mit welchen Instrumenten dies geschehen soll.

II.1 Geldpolitische Strategien

Der EZB-Rat wird sich erst kurz vor Beginn der Währungsunion auf eine geldpolitische Strategie vereinbaren. Allerdings kann man mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen, daß er sich auf einen Kompromiß einigen wird: Er wird einerseits ein Geldmengenziel verkünden und andererseits auch ein Inflationsziel; beispielsweise einen Geldmengenkorridor zwischen fünf und acht Prozent und ein Inflationsziel zwischen 1,5 und zwei Prozent.

Die Beschlußfassung über die geldpolitische Strategie in der Eurozone ist aus mehreren Gründen schwierig. So wurden bis zum Beginn der Währungsunion ganz unterschiedliche geldpolitische Strategien von den europäischen Zentralbanken verfolgt: Vier Zentralbanken orientierten sich an einem Geldmengenziel, fünf verfügten über ein Inflationsziel und ebenfalls fünf verfolgten ein Wechselkursziel, wobei jede Strategie inhaltlich ihre Vor- und Nachteile hat. Insofern verlief auch die Diskussion in der Öffentlichkeit und unter den Fachleuten kontrovers. Schließlich galt es zu bedenken, daß die Situation der Europäischen Währungsunion einmalig ist und bisher keine Erfahrungen mit den monetären Eigenschaften des Euro-Währungsraums gesammelt werden konnten.

Geldmengenziel	Inflationsziel	Wechselkursziel
Deutschland	Finnland	Belgien
Frankreich	Großbritannien	Dänemark
Griechenland	Irland	Luxemburg
Italien	Schweden	Niederlande
	Spanien	Österreich

Abb. 5: Geldpolitische Strategien europäischer Zentralbanken

II.1.1 Geldmengen-, Inflations- und Wechselkursziel

Der EZB-Rat hatte drei Strategien zur Auswahl: Das Geldmengen-, das Inflations- und das Wechselkursziel. Im folgenden werden die wichtigsten Unterschiede dieser Strategien diskutiert.

II.1.1.1 Geldmengenziel

Verfolgt eine Zentralbank ein Geldmengenziel, will sie ihr Endziel, die Preisniveaustabilität, *indirekt*, nämlich über die Geldmenge steuern. Das setzt voraus, daß die Geldmenge die entscheidende Determinante des Preisniveaus ist und das sie hinreichend genau durch die Zentralbank gesteuert werden kann.

In der Praxis wird ein Geldmengenziel verfolgt, indem die Zentralbank im voraus punktgenau oder als Zielkorridor das gewünschte Wachstum der Geldmenge in einer bestimmten Periode (meistens ein oder zwei Jahre) öffentlich ankündigt. Mit ihren zinspolitischen Instrumenten am Geldmarkt versucht die Zentralbank dann, das angestrebte Geldmengenwachstum einzuhalten. Übersteigt die tatsächliche Geldmenge die gewünschte, hat das zur Konsequenz, daß Zentralbankgeld verteuert wird, um der Expansion der Geldmenge Einhalt zu gebieten. Im umgekehrten Fall einer zu langsam wachsenden Geldmenge, müssen umgekehrt die Geldmarktzinsen durch die Zentralbank gesenkt werden.

II.1.1.2 Inflationsziel

Etwas weniger kompliziert gestaltet sich ein Inflationsziel. Hier steuert die Zentralbank ihr Endziel, die Preisniveaustabilität, *direkt*. In der Praxis geschieht dies dadurch, daß im vorhinein eine bestimmte von der Zentralbank tolerierte Inflationsrate verkündet wird, beispielsweise 2 %. Übersteigt nun die beobachtbare Inflationsrate die 2 %, reagiert die Zentralbank mit einer restriktiven Geldpolitik. Im umgekehrten Fall einer Deflation oder einer zu starken Disinflation ist eine expansiven Geldpolitik angezeigt.

Geldmengen- und Inflationsziel unterscheiden sich also nur im Indikator, nicht jedoch in der Intensität der Inflationsbekämpfung. Während im ersten Fall das Geldmengenwachstum ausschlaggebend ist für eine restriktive oder expansive Geldpolitik, ist es im zweiten Fall die Entwicklung der Inflationsrate.

II.1.1.3 Wechselkursziel

Anders verhält es sich mit der dritten Strategie, dem Wechselkursziel. Ein Wechselkursziel bedeutet, daß eine Zentralbank die Verantwortung für die Geldpolitik an eine andere, dominierende Zentralbank abgibt. Beispielsweise haben einige Zentralbanken des Europäischen Währungssystems ihre Währungen an die D-Mark gebunden, so der niederländische Gulden und der österreichische Schilling. Gebunden bedeutet, daß die niederländische und die österreichische Zentralbank eine solche Geldpolitik betrieben haben, daß der Wechselkurs ihrer Währungen und der D-Mark weitestgehend konstant blieb. Die D-Mark war in diesem Fall die sogenannte Ankerwährung. Es gibt andere Beispiele für Ankerwährungen. So haben viele Staaten in Asien oder Lateinamerika ihre Währungen an den US-Dollar gebunden.

In jedem Fall bedeutet ein Wechselkursziel, die Verantwortung für die Geldpolitik an die Ankerwährung zu übertragen. Eine solche Strategie bietet sich nur dann an, wenn die eigene Währung relativ klein ist, eine andere Währung den relevanten Währungsraum dominiert und wenn die Ankerwährung stabil ist. Die Stabilität der Ankerwährung wird dann übertragen auf die angebundenen Währungen.

II.1.2 Geldpolitische Strategien im Vergleich

Für die Entscheidung des EZB-Rates kam nur das Geldmengen- oder das Inflationsziel oder beide zusammen als geldpolitische Strategie in Frage. Das Wechselkursziel hingegen war von Anfang an irrelevant. Einfach deshalb, weil der Währungsraum des Euro viel zu groß ist, um sich an eine andere Währung anzubinden. So wäre es beispielsweise absurd gewesen, den Euro an den US-Dollar zu binden und die Verantwortung der europäischen Geldpolitik damit an das Fed abzutreten.

Strittig ist jedoch bis zum Schluß geblieben, welches der beiden relevanten Konzepte, das Geldmengen- oder das Inflationsziel, als geldpolitische Strategie des ESZB besser geeignet ist. Eine geldpolitische Strategie läßt sich grundsätzlich an folgenden Beurteilungskriterien messen:

➔ Die Verbindung des gewählten Ziels zum Endziel,

➔ die Steuerbarkeit des gewählten Ziels,

➔ seine Transparenz für die Öffentlichkeit und

➔ seine Überprüfbarkeit.

Bezüglich der Transparenz und der Überprüfbarkeit weisen Geldmengen- und Inflationsziel keine signifikanten Unterschiede auf. In beiden Fällen ist Transparenz gegeben und die Überprüfbarkeit hoch. Anders sieht es mit den Kriterien "Verbindung zum Endziel" und "Steuerbarkeit" aus.

Das grundsätzliche Problem des Geldmengenziels ist die Steuerbarkeit der gewählten Geldmenge durch die Zentralbank. Man spricht auch davon, ob die Geldnachfrage hinreichend stabil ist. Nicht prognostizierbare Schwankungen der Geldnachfrage deuten darauf hin, daß die Geldmenge nicht hinreichend exakt steuerbar ist.

Empirisch wurde beobachtet, daß die Stabilität der Geldnachfrage im kurz- und mittelfristigen Bereich in den 80er und 90er Jahren deutlich abgenommen hat. Nur

langfristig läßt sich noch eine Stabilität der Geldnachfrage nachweisen. Seinen Ausdruck findet diese Instabilität beispielsweise darin, daß von den 23 Geldmengenzielen, die die Deutsche Bundesbank seit 1975 verkündet hat, nur 13 auch realisiert worden sind. Die Bundesbank war einfach nicht in der Lage, die Geldmenge hinreichend exakt zu steuern. Andere Zentralbanken, wie die Großbritanniens und Spaniens, machten die gleichen Erfahrungen und wechselten deshalb Anfang der 90er Jahre ihre geldpolitische Strategie vom Geldmengen- zum Inflationsziel.

Die Ursache, warum Zentralbanken die Geldmenge nicht genau steuern können, liegt darin begründet, daß die Geldmenge nicht allein von der Geldpolitik der Zentralbank abhängt. Die Zentralbank verfügt kraft des Notenbankmonopols nur über das sogenannte *Zentralbankgeld*, also das Bargeld und die Mindestreserve. Der Rest der Geldmenge ist *endogen*, d.h. wird durch die Aktivitäten des privaten und öffentlichen Sektors, der Geschäftsbanken und ihrer Kunden, der privaten Haushalte, privaten Unternehmen und dem Staat bestimmt. Mit ihren Entscheidungen über Kredit- und Portfoliozusammensetzung entscheiden sie gleichzeitig über Wachstum oder Kontraktion der Geldmenge.

Das Inflationsziel weist solche Schwierigkeiten nicht auf. Durch die Abkehr von der Verpflichtung auf ein bestimmtes Geldmengenziel gewinnt die Geldpolitik vielmehr einen zusätzlichen Freiheitsgrad. Sie kann flexibler auf unerwartete Schwankungen der Geldnachfrage reagieren.

Aber auch die Inflationsrate wird genauso wie die Geldmenge nicht nur von der Zentralbank bestimmt. Andere Einflüsse kommen hinzu. Hier ist vor allem die Lohnpolitik zu nennen. Die Lohn-Preis-Spiralen der 70er Jahre sind noch gut in Erinnerung. In diesem Zusammenhang besteht auch die zumindest theoretische Gefahr, daß eine Zentralbank das Inflationsziel mißbraucht, um ihrer wichtigsten Aufgabe, die Sicherstellung der Preisniveaustabilität und damit des Geldwertes, nicht energisch genug nachkommt. Ein Rechtfertigungsargument für hohe Inflationsraten könnte beispielsweise lauten, daß nicht die Geld-, sondern die Lohnpoli-

tik für die Inflationsrate verantwortlich ist. So interpretiert, ist das Inflationsziel natürlich deutlich schlechter als ein Geldmengenziel.

Beide Strategien weisen somit Stärken und Schwächen auf. Im Vergleich unserer vier Beurteilungskriterien schneidet das Inflationsziel leicht besser ab. Zwar ist die Inflationsrate wie die Geldmenge auch nur teilweise und langfristig steuerbar, aber die Zentralbank muß sich nicht mit den Unberechenbarkeiten der Geldmengenentwicklung belasten. Darüber hinaus hat das Inflationsziel kein Problem mit der Verbindung zum Endziel. Bei der direkten Inflationssteuerung fallen Endziel und geldpolitische Strategie in einer Größe zusammen.

	Verbindung zum Endziel	**Steuerbarkeit**	**Transparenz**	**Überprüfbarkeit**
Geldmengenziel	Nur langfristig	Nur langfristig	Gegeben	Hoch
Inflationsziel	Identisch mit dem Endziel	Nur teilweise	Gegeben	Hoch

Abb. 6: Geldmengen- und Inflationsziel im Vergleich

II.1.3 Der unbekannte Währungsraum des Euro

Bei der Diskussion um die Frage, welche geldpolitische Strategie das ESZB verfolgt, ging es jedoch nicht nur um grundsätzliche Erwägungen. Ein besonderes Problem der Europäischen Währungsunion ist die Erfahrungslosigkeit mit dem neuen Währungsraum. Das gilt gerade in bezug auf die Entwicklung der Geldmenge. Niemand weiß nämlich wirklich, wie sich die Geldmenge im Euro-Währungsraum entwickeln wird.

Kurzfristig ist mit Währungssubstitutionen innerhalb des Euro-Währungsraums zu rechnen, beispielsweise vom Euro in den US-Dollar. Denkbar ist auch ein verstärkter Aktivtausch innerhalb des privaten Sektors von monetären zu nichtmonetären Aktiva. Beide Bewegungen, die Währungssubstitution wie der Aktivtausch, bedeuten eine Kontraktion für die Euro-Geldmenge.

Langfristig ist mit dauerhaften Änderungen der Zahlungsgewohnheiten im Euro-Währungsraum zu rechnen. So kann man beispielsweise erwarten, daß die Unternehmen ihr *Treasury-Management* straffen. Das verkürzt die Liquiditätshaltung der Geschäftsbanken und wirkt ebenfalls kontraktiv auf die Geldnachfrage. Weitere Änderungen sind durch die Ausbreitung von *electronic cash* und den vermehrten Einsatz von Kreditkarten in Europa zu erwarten.

Diese unsicheren Bedingungen im Euro-Währungsraum waren einer der entscheidenden Gründe, warum der EZB-Rat neben das Geldmengen- auch ein Inflationsziel gestellt hat. Sich nur auf ein Geldmengenziel zu verlassen, wäre viel zu unsicher gewesen. Bei einer Verfehlung des Geldmengenziels hätte das ESZB entweder seine Glaubwürdigkeit aufs Spiel gesetzt, oder aber eine falsche Geld- und Zinspolitik betrieben. Beides wäre für das Vertrauen der Öffentlichkeit in den Euro und das ESZB schlecht gewesen.

II.2 Geldpolitische Instrumente

Dem ESZB stehen drei operative Instrumente der Geldpolitik zur Verfügung:

➔ Offenmarktgeschäfte,

➔ Ständige Fazilitäten und die

➔ Mindestreserve.

II.2.1 Offenmarktgeschäfte

Offenmarktgeschäfte sind das wichtigste geldpolitische Instrument des ESZB. Sie werden eingesetzt, um Zinssatz und Liquidität am Geldmarkt zu steuern sowie

Signale bezüglich des geldpolitisches Kurses des ESZB zu setzen. Offenmarktgeschäfte kommen nur auf Initiative des ESZB zustande. Der EZB-Rat hat darüber hinaus beschlossen, nur kurzfristige Offenmarktgeschäfte mit den Geschäftsbanken durchzuführen.

II.2.1.1 Tendergeschäfte

Offenmarktgeschäfte können in Form von Standardtendern, Schnelltendern oder bilateralen Geschäften durchgeführt werden. Bilaterale Geschäfte sind Verfahren, in denen das ESZB Geschäfte mit einem oder mehreren Geschäftspartnern durchführt, ohne das Tenderverfahren zu nutzen. Die Regel des Offenmarktgeschäfts sind jedoch Tendergeschäfte.

Tendergeschäfte sind Verfahren, bei denen eine Zentralbank dem Markt ankündigt, zu einem bestimmten Zeitpunkt Liquidität zur Verfügung zu stellen. Die Hauptform des Tendergeschäfts ist der Standardtender. Hier erfolgt 24 Stunden vor der Zuteilung die Ankündigung des Tenders. Beim Schnelltender vergeht nur noch eine Stunde zwischen Ankündigung und Zuteilung.

Beim Tendergeschäft ist zwischen Zins- und Mengentender zu unterscheiden. Bei einem Mengentender gibt das ESZB den Zinssatz vor, die Geschäftsbanken geben zu diesem Zinssatz Gebote ab und das ESZB entscheidet dann über die jeweilige Zuteilung. Beim Zinstender hingegen geben die Geschäftsbanken Gebote über das nachgefragte Liquiditätsvolumen und den Zinssatz ab, das ESZB entscheidet dann über die Zuteilung und den Zinssatz.

Beim Zinstender ist wiederum zwischen dem holländischen und dem amerikanischen Verfahren zu unterscheiden. Beim holländischen Verfahren errechnet die Zentralbank einen einheitlichen Zins über alle nachfragenden Geschäftsbanken, beim amerikanischen existiert kein einheitlicher Zinssatz, sondern es wird nach den gebotenen individuellen Zinssätzen zugeteilt.

Beispiel:

Die EZB beschließt, dem Markt Liquidität über eine befristete Transaktion in Form eines Mengentenders zuzuführen. Drei Geschäftspartner geben die folgenden Gebote ab:

Geschäftspartner	**Gebot** (Millionen EUR)
Bank 1	30
Bank 2	40
Bank 3	70
Insgesamt	140

Daraufhin beschließt die EZB, insgesamt 105 Millionen EUR zuzuteilen. Der Prozentsatz der Zuteilung errechnet sich wie folgt:

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

Die Zuteilung an die Geschäftspartner beträgt somit:

Geschäftspartner	**Gebot** (Millionen EUR)	**Zuteilung** (Millionen EUR)
Bank 1	30	22,5
Bank 2	40	30,0
Bank 3	70	52,5
Insgesamt	140	105,0

Quelle: Europäisches Währungsinstitut; Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3, September 1997, Frankfurt am Main, S.60

Abb. 7: Modellrechnung für einen Mengentender

Beispiel:

Die EZB beschließt, dem Markt Liquidität über eine befristete Transaktion in Form eines Zinstenders zuzuführen. Drei Geschäftsbanken geben die folgenden Gebote ab:

	Beträge in Millionen EUR				
Zinssatz (%)	Bank 1	Bank 2	Bank 3	**Gebote insgesamt** (je Zinssatz)	**Kumulative Gebote**
3,15				0	0
3,10		5	5	10	10
3,09		5	5	10	20
3,08		4	4	10	30
3,07	5	5	10	20	50
3,06	5	10	15	30	80
3,05	10	10	15	35	115
3,04	5	5	5	15	130
3,03	5		10	15	145
Insgesamt	30	45	70	145	

Die EZB beschließt daraufhin, 94 Millionen EUR zuzuteilen, so daß sich ein marginaler Zinssatz von 3,05% ergibt.

Alle Gebote über 3,05% (bis zu einem kumulativen Betrag von 80 Millionen EUR) werden voll zugeteilt. Bei 3,05% ergibt sich die folgende prozentuale Zuteilung:

$$\frac{95 - 80}{35} = 40\%$$

Die Zuteilung an Bank 1 zum marginalen Zinssatz beträgt zum Beispiel:

$$0{,}4 \times 10 = 4$$

Insgesamt ergibt sich für Bank 1 folgende Zuteilung:

$$5 + 5 + 4 = 14$$

Die Zuteilungsergebnisse lassen sich wie folgt zusammenfassen:

	Beträge in Millionen EUR			
Geschäftspartner	Bank 1	Bank 2	Bank 3	**Insgesamt**
Gebote insgesamt	30,0	45,0	70,0	145
Zuteilung insgesamt	14,0	34,0	46,0	94

Diese Berechnung erfolgte nach dem holländischen Verfahren. Erfolgt die Zuteilung nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren, wird kein einheitlicher Zinssatz auf die den Geschäftspartnern zugeteilten Beträge angewandt: Bank 1 erhält zum Beispiel 5 Millionen EUR zu 3,07%, 5 Millionen EUR zu 3,06% und 4 Millionen EUR zu 3,05%.

Quelle: Europäisches Währungsinstitut; Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3, September 1997, Frankfurt am Main, S 61

Abb. 8: Modellrechnung für einen Zinstender

II.2.1.2 Geschäftsarten

Insgesamt stehen dem ESZB fünf Arten von Offenmarktgeschäften zur Verfügung:

➔ *Befristete Transaktionen* in Form von Pensionsgeschäften oder Pfandkrediten. Befristete Transaktionen sind Geschäfte auf Zeit. Pensionsgeschäfte werden mit Wechseln oder Wertpapieren durchgeführt und sind mit einer Rückkaufsvereinbarung versehen. Die Alternative zu Pensionsgeschäften sind Pfandkredite des ESZB an die Geschäftsbanken auf Zeit.

➔ *Definitive Käufe oder Verkäufe* bedeuten, daß das ESZB am Markt Aktiva endgültig kauft oder verkauft.

➔ Darüber hinaus ist das ESZB auch berechtigt, *Schuldverschreibungen* zu emittieren.

➔ Bei einem *Devisenswapgeschäft* handelt es sich um die gleichzeitige Vornahme einer Kassa- und einer Termintransaktion in Euro gegen eine Fremdwährung.

➔ Schließlich bietet das ESZB ihren Geschäftspartnern auch die Hereinnahme verzinslicher *Termineinlagen* an.

II.2.1.3 Refinanzierungskategorien

Bezüglich der Zielsetzung, dem Rhythmus und dem Verfahren unterscheidet das ESZB vier Refinanzierungskategorien von Offenmarktgeschäften:

➔ *Hauptrefinanzierungsinstrumente* sind im wöchentlichen Rhythmus angebotene befristete Transaktionen mit einer Laufzeit von zwei Wochen. Diese Geschäfte werden in Form des Standardtenders durchgeführt.

➔ *Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte* werden als befristete Transaktionen im monatlichen Rhythmus mit einer dreimonatigen Laufzeit durchgeführt. Hier dominiert ebenfalls der Standardtender.

➔ *Feinsteuerungsoperationen* werden vom ESZB durchgeführt, um unerwartete Liquiditätsschwankungen auszugleichen und große Zinsschwankungen am Geldmarkt zu verhindern. Neben befristeten Transaktionen kommen hier auch definitive Käufe bzw. Verkäufe, Devisenswapgeschäfte sowie zur Liquiditätsabschöpfung die Hereinnahme von Termineinlagen in Betracht. Als Verfahren dominieren das Schnelltenderverfahren und bilaterale Geschäfte.

➔ *Strukturelle Offenmarktgeschäfte* werden unregelmäßig durchgeführt. Sie sollen die strukturelle Liquiditätsposition des Bankensektors beeinflussen, d.h. die Liquidität längerfristig verknappen oder vergrößern. Strukturelle Offenmarktgeschäfte werden als befristete Transaktionen entweder in Form von Standardtendern oder in Form der Emission von Schuldverschreibungen des ESZB angeboten. Möglich sind aber auch definitive Käufe bzw. Verkäufe. Diese finden dann als bilaterales Geschäft statt.

Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart		Laufzeit	Rhythmus	Verfahren
	Liquiditäts-bereitstellung	Liquiditäts-abschöpfung			
Hauptrefinanzierungs-instrument	• Befristete Transaktionen	-	• Zwei Wochen	• Wöchentlich	• Standardtender
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	• Befristete Transaktionen	-	• Drei Monate	• Monatlich	• Standardtender
Feinsteuerungsoperationen	• Befristete Transaktionen • Devisenswaps	• Befristete Transaktionen • Devisenswaps • Hereinnahme von Termin-einlagen	• Nicht standardisiert	• Unregelmäßig	• Schnelltender • Bilaterale Geschäfte
	• Definitive Käufe	• Definitive Verkäufe	-	• Unregelmäßig	• Bilaterale Geschäfte
Strukturelle Operationen	• Befristete Transaktionen	• Emission von Schuldver-schreibungen	• Standardisiert/ nicht standardi-siert	• Regelmäßig und unregelmäßig	• Standardtender
	• Definitive Käufe	• Definitive Verkäufe	-	• Unregelmäßig	• Bilaterale Geschäfte

Abb. 9: Offenmarktgeschäfte des ESZB

II.2.2 Ständige Fazilitäten und Zinskorridor

Das ESZB stellt den Geschäftsbanken zwei ständige Fazilitäten zur Verfügung:

➔ Eine Spitzenrefinanzierungsfazilität und

➔ die Einlagenfazilität.

Diese Fazilitäten haben die Aufgabe, den Geschäftsbanken über Nacht Liquidität bereitzustellen oder zu absorbieren. In dieser Funktion bestimmen die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagenfazilität gleichzeitig den sogenannten *Zinskorridor* am Geldmarkt.

Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität, den die Geschäftsbanken an das ESZB zahlen müssen, um über Nacht über zusätzliche Liquidität zu verfügen, markiert die Obergrenze des Geldmarktzinses. Unter der Voraussetzung, daß die nötigen Sicherheiten vorhanden sind, existiert keine Kredithöchstgrenze.

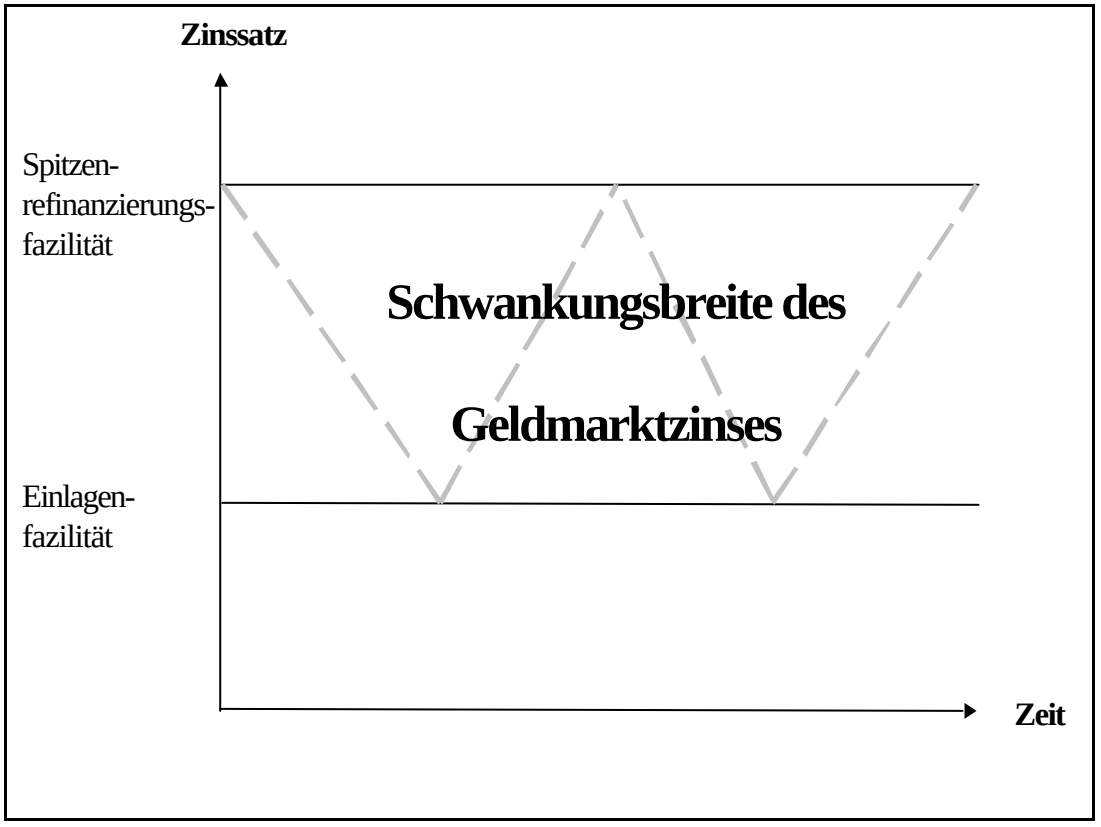


Abb. 10: Zinskorridor am Geldmarkt

Als untere Auffanglinie der Zinssätze am Geldmarkt dient der Zinssatz für die Einlagenfazilität, die das ESZB an die hinterlegenden Geschäftsbanken zahlen muß (auch *Basiszins* genannt). Auch hier besteht in der Regel keine Volumenbegrenzung. Zwischen diesen beiden Zinssätzen bewegt sich der durch die Offenmarktgeschäfte gesteuerte Geldmarkttageszins.

Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart		Laufzeit	Verfahren
	Liquiditäts-bereitstellung	Liquiditäts-abschöpfung		
Spitzen-refinanzierungs-fazilität	• Befristete Transaktionen	-	• Über Nacht	• Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner
Einlagefazilität	-	• Einlagen-annahme	• Über Nacht	• Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner

Abb. 11: Ständige Fazilitäten

II.2.3 Mindestreserve

Der EZB-Rat hat beschlossen, daß die Geschäftsbanken im Euro-Währungsraum der Mindestreservepflicht unterliegen. Mindestreserve bedeutet, daß die Geschäftsbanken einen bestimmten Prozentsatz ihrer kurzfristigen Einlagen (unter zwei Jahre) bei der Zentralbank hinterlegen müssen. Der EZB-Rat hat eine Spanne von 1,5 bis 2,5 % festgelegt, in der sich die Mindestreservesätze bewegen sollen. Allerdings wird die Mindestreserve - anders als beispielsweise bisher in Deutschland - verzinst. Diese Verzinsung wird marktnah sein und den Zinssätzen der wichtigsten Refinanzierungsquelle, den Pensionssätzen, entsprechen. Außerdem gibt es einen pauschalen Freibetrag in Höhe von 100 000 Euro, der vom Mindestreservesoll abgezogen wird, um kleinere Institute zu schonen. Die Mindestreservepflicht soll sich auch auf die Emittenten von elektronischem Geld erstrecken.

Die Einführung einer Mindestreserve durch den EZB-Rat hat keine ungeteilte Zustimmung gefunden. Gerade die Geschäftsbanken beklagen einen Wettbewerbs- und Standortnachteil für den Euro-Währungsraum und dessen Finanzplätze, vor allem auch deshalb, weil in den USA und in Großbritannien keine Mindestreservepflicht existiert. In der Tat handelt es sich bei einer Mindestreserve um eine Zwangsabgabe, eine einseitige Besteuerung des Bankensektors. Diese Benachteiligung wird durch die Verzinsung der Mindestreserve nur teilweise geheilt. Einerseits liegt die Verzinsung am unteren Ende der möglichen Erträge und andererseits verursacht die Mindestreservepflicht selbst einen nicht unerheblichen Verwaltungsaufwand mit den entsprechenden Kosten für die Geschäftsbanken.

Als Vorteil der Mindestreserve wird vom EZB-Rat angesehen, daß dadurch die Stabilität der Geldnachfrage steigt, weil die Mindestreservepflicht nur mit Zentralbankgeld beglichen werden kann. Die Mindestreserve hat also in dieser Hinsicht den gleichen Charakter wie Bargeld: Sie kann nur von der Zentralbank selbst geschaffen werden. Gerade angesichts des permanenten Rückgangs der Bedeutung des Bargeldes für wirtschaftliche Transaktionen ist dies ein nicht zu unterschätzender Gesichtspunkt.

Darüber hinaus wirkt die Mindestreserve auch als Liquiditätspfuffer am Geldmarkt, weil sie von den mindestreservepflichtigen Instituten nur im Monatsdurchschnitt erfüllt werden muß. Das bedeutet, daß die Mindestreserve nicht nur zur Stabilität der Geldnachfrage, sondern auch zur Stabilität der Geldmarktzinsen beitragen kann. Allerdings ist hier wiederum umstritten, ob die Fazilitäten nicht ausreichen würden, um Zinsstabilität am Geldmarkt sicherzustellen.

Ein möglicher Kompromiß zwischen Befürwortern und Gegnern der Mindestreserve bestünde darin, die Mindestreservepflicht im Euro-Währungsraum zwar grundsätzlich beizubehalten, den Mindestreservesatz aber zunächst auf Null Prozent festzulegen. Bei Bedarf, beispielsweise bei einem weiteren Rückgang des Bargeldumlaufes, könnte die Mindestreserve dann durch einen positiven Satz bis zu einer maximalen Höhe von 2,5 % aktiviert werden. Auf diesen Kompromiß hat sich der EZB-Rat aber bisher nicht eingelassen.

II.2.4 Zentralbankfähige Sicherheiten

Alle Kreditgeschäfte mit dem ESZB müssen ausreichend abgesichert sein. Grundsätzlich wird zwischen zwei Kategorien zentralbankfähiger Sicherheiten unterschieden:

➔ *Kategorie I Sicherheiten* sind marktfähige Schuldtitel, die die von der EZB festgelegten, einheitlichen und im gesamten Euro-Währungsraum geltenden Zulassungskriterien erfüllen.

➔ *Kategorie II Sicherheiten* sind zusätzliche, marktfähige und nicht-marktfähige Sicherheiten, die für die jeweiligen nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von Bedeutung sind. Die Zulassungskriterien für Kategorie II Sicherheiten werden von den NZB's festgelegt, bedürfen aber der Zustimmung durch die EZB.

Grundsätzlich sind beide Sicherheitskategorien in der Bonität gleichgestellt. Nur bei definitiven Käufen oder Verkäufen des ESZB dürfen keine Kategorie II Sicherheiten verwendet werden.

II.3 Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Geldpolitik

Die geldpolitischen Maßnahmen einer Zentralbank beeinflussen nicht nur den monetären, sondern auch den realwirtschaftlichen Bereich einer Volkswirtschaft. Für die einheitliche europäische Geldpolitik ist das von besonderem Interesse, weil die in der Währungsunion zusammengeschlossenen Volkswirtschaften teilweise erhebliche konjunkturelle, strukturelle und wachstumsbedingte Unterschiede aufweisen. Somit stellt sich das Problem, wie das ESZB die unterschiedlichen realwirtschaftlichen Auswirkungen ihrer Geldpolitik berücksichtigen kann, um Spannungen im Entscheidungsprozeß abzubauen.

II.3.1 Der Transmissionsmechanismus

Die Wirkung eines von der Geldpolitik ausgehenden monetären Impulses auf die Realwirtschaft bezeichnet man als *Transmissionsmechanismus*. In der Realität findet die Transmission, d.h. die Übertragung geldpolitischer Impulse auf realwirtschaftliche Vorgänge wie beispielsweise Investitions- und Konsumnachfrageverhalten als ein zweistufiger Prozeß statt:

➔ Zunächst beeinflußt die Zentralbank mit ihren Aktionen am Geldmarkt die Kredit- und Einlagekonditionen der Geschäftsbanken, die Kapitalmarktzinsen sowie die Wechselkurse.

➔ Diese Änderungen beeinflussen dann die Investitions-, Konsum- und Preisentscheidungen der privaten Haushalte und Unternehmen sowie des öffentlichen Sektors.

Entscheidend für die Wirkung geldpolitischer Entscheidungen auf die Realwirtschaft sind drei ökonomische Variablen:

➔ Die Zinsen: Eine Erhöhung (Senkung) der Geldmarktzinsen löst in der Regel eine Erhöhung (Senkung) der Kapitalmarktzinsen und damit der Kapitalkosten aus. Diese vermindert (erhöht) in der Regel auch die Nachfrage auf den Gütermärkten, weil die Investitions- und/oder Konsumgüternnachfrage sinkt (steigt).

➔ Die Wechselkurse: Eine restriktive (expansive) Geldpolitik hat eine Aufwertung (Abwertung) des nominalen Wechselkurses zur Folge. Da die Preise nur verzögert auf die geänderte Geldpolitik reagieren, ist dies gleichbedeutend mit einer Aufwertung (Abwertung) des realen Wechselkurses. Dies wirkt sich negativ (positiv) auf den Außenbeitrag einer Volkswirtschaft und damit auf Wachstum und Beschäftigung aus.

➔ Die Vermögenswerte: Eine Erhöhung (Senkung) der Zinsen bedeutet für Vermögenswerte Wertverluste (Wertgewinne). Stellen sich die Wertverluste (Wertgewinne) als dauerhaft heraus, sinken (steigen) auch die Konsum- und/oder die Investitionsausgaben.

II.3.2 Unterschiedliche Transmissionsmechanismen

Schon von der jeweiligen nationalen Geldpolitik weiß man, daß der beschriebene Transmissionsmechanismus in der Realität sehr kompliziert und keineswegs widerspruchsfrei verläuft. Ein bekanntes Beispiel ist die Wirkung von Änderungen der Geldmarktsätze auf die Kapitalmarktzinsen und damit auf die Kapitalkosten und das Konsum- und Investitionsverhalten.

Steigende Geldmarktzinsen sind ein Mittel, mit denen eine Zentralbank versuchen kann, Inflationsgefahren einzudämmen, indem sie das Geld teurer macht. Ob dies gelingt, hängt letztlich aber nicht von den Geldmarkt-, sondern von den Kapitalmarktzinsen ab, denn diese bestimmen das Kreditverhalten und damit auch die Investitions- und Konsumgüternachfrage. Die Geldpolitik ist nur dann erfolgreich, wenn sich die Zinsen am ”langen Ende” in die gleiche Richtung wie die Zinsen am ”kurzen Ende” bewegen. Das ist aber zumindest kurzfristig nicht immer der Fall, weil in die langfristige Zinsbildung auch die Erwartungen der Akteure am Kapitalmarkt einfließen.

So kann eine restriktivere Geldpolitik beispielsweise dazu führen, daß die Akteure am Kapitalmarkt von zukünftig sinkenden Inflationsraten ausgehen. Das bedeutet aber, daß auch die langfristigen Zinsen tendenziell sinken und damit das Gegenteil dessen eintritt, was die Zentralbank mit ihrer restriktiveren Geldpolitik eigentlich erreichen wollte. In Folge steigender Geldmarktsätze kann sich der Anstieg der Inflationsrate kurz- und mittelfristig also sogar noch beschleunigen, weil mit sinkenden Kapitalmarktzinsen auch eine erhöhte Kreditnachfrage und steigende Konsum- und Investitionsausgaben verbunden sind.

Für die Europäische Währungsunion kommt nun noch das besondere Problem hinzu, daß die einheitliche Geldpolitik auf unterschiedliche Volkswirtschaften trifft. Untersuchungen des *Internationalen Währungsfonds* haben ergeben, daß die realwirtschaftliche Wirkung geldpolitischer Veränderungen in zwei Ländergruppen innerhalb der Währungsunion gespalten ist:

➔ In Belgien, Deutschland, Finnland, den Niederlande und Österreich entfalten signifikante zinspolitische Maßnahmen des ESZB am Geldmarkt ihre volle Wirkung in der Realwirtschaft erst nach rund drei Jahren. Dafür aber ist die Wirkung quantitativ erheblich: So wird prognostiziert, daß eine einprozentige Erhöhung des Geldmarktzinses in etwa zu einem gleich großen Rückgang der Produktion führt.

➔ Anders in der zweiten Ländergruppe mit Frankreich, Italien, Portugal und Spanien. Hier tritt die volle Wirkung der Geldpolitik auf die Realwirtschaft schon nach wenig mehr als einem Jahr auf. Dafür ist die Wirkung aber geringer. Man schätzt, daß eine einprozentige Erhöhung der Geldmarktsätze nun ”nur” noch zu Produktionseinbußen von etwa einem halben Prozent führen.

II.3.3 Unterschiedliche Kosten der Inflationsbekämpfung

Die unterschiedlichen Transmissionsmechanismen der Geldpolitik in Europa finden ihre Entsprechung in unterschiedlichen Kosten der Inflationsbekämpfung. Grundsätzlich ist die Bekämpfung einer Inflation durch eine restriktive Geldpolitik mit einem erheblichen realwirtschaftlichen Aufwand verbunden. So schwächen steigende Zinsen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Eine zu geringe gesamtwirtschaftliche Nachfrage leitet einen Konjunkturabschwung ein. Damit sinkt das Inlandsprodukt einer Volkswirtschaft unter ihr Produktionspotential. Arbeitslosigkeit und unausgelastete Kapazitäten sind die Folge.

Die realwirtschaftlichen Kosten der Geldpolitik werden in der Regel durch sogenannte *Sacrifice Ratios* (Opferquoten) zum Ausdruck gebracht. Diese sind in Europa sehr unterschiedlich. Aktuelle Berechnungen liegen für Deutschland, Frankreich und Italien vor. Danach betragen die *Sacrifice Ratios* in Frankreich über zwei Prozent. Das bedeutet, daß das französische Bruttoinlandsprodukt im Durchschnitt um mehr als zwei Prozent sinkt, wenn die Inflationsrate um ein Prozent gesenkt wird. Ähnlich der Wert für Deutschland.

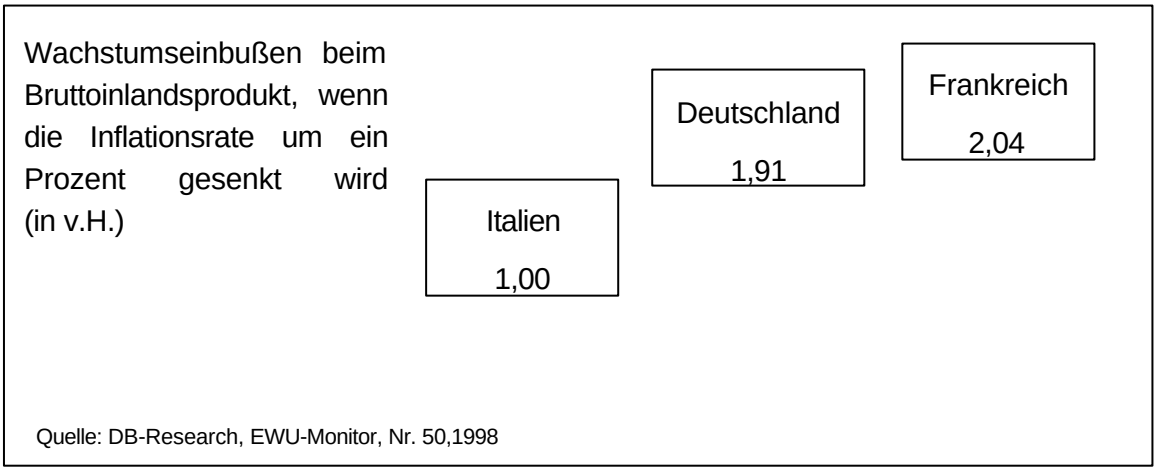


Abb. 12: Die Kosten der Inflationsbekämpfung

Ganz anders sieht es für Italien aus. Hier sinkt das Sozialprodukt ”nur” im gleichen Verhältnis wie die Inflationsrate. Das bedeutet, daß eine restriktive Geldpolitik, die im Währungsraum des Euro die Inflationsrate um ein Prozent senkt, in Italien nur zu einer Wachstumseinbuße von ebenfalls einem Prozent führt. In Deutschland und Frankreich hingegen sinkt das Inlandsprodukt um das Doppelte, nämlich um zwei Prozent.

II.3.4 Unterschiedliche Konjunkturzyklen und europäische Zinsperspektiven

Die Tatsache, daß geldpolitische Entscheidungen des ESZB unterschiedliche realwirtschaftliche Wirkungen auf die an der Europäischen Währungsunion beteiligten Volkswirtschaften haben, wird die Entscheidungen des EZB-Rates über die zukünftigen Zinsentwicklungen im Euro-Währungsraum beeinflussen. Dabei muß man zusätzlich berücksichtigen, daß noch kurz vor Beginn der Währungsunion ein deutlicher Unterschied der Zinsen in den teilnehmenden Staaten existierte. So betrug die Differenz zwischen den höchsten Geldmarktzinsen in Irland mit 6,75 % und den niedrigsten in Österreich mit 3,20 % - jeweils gemessen an den wichtigsten Offenmarktgeschäften der nationalen Zentralbanken - immerhin 3,55 Prozentpunkte.

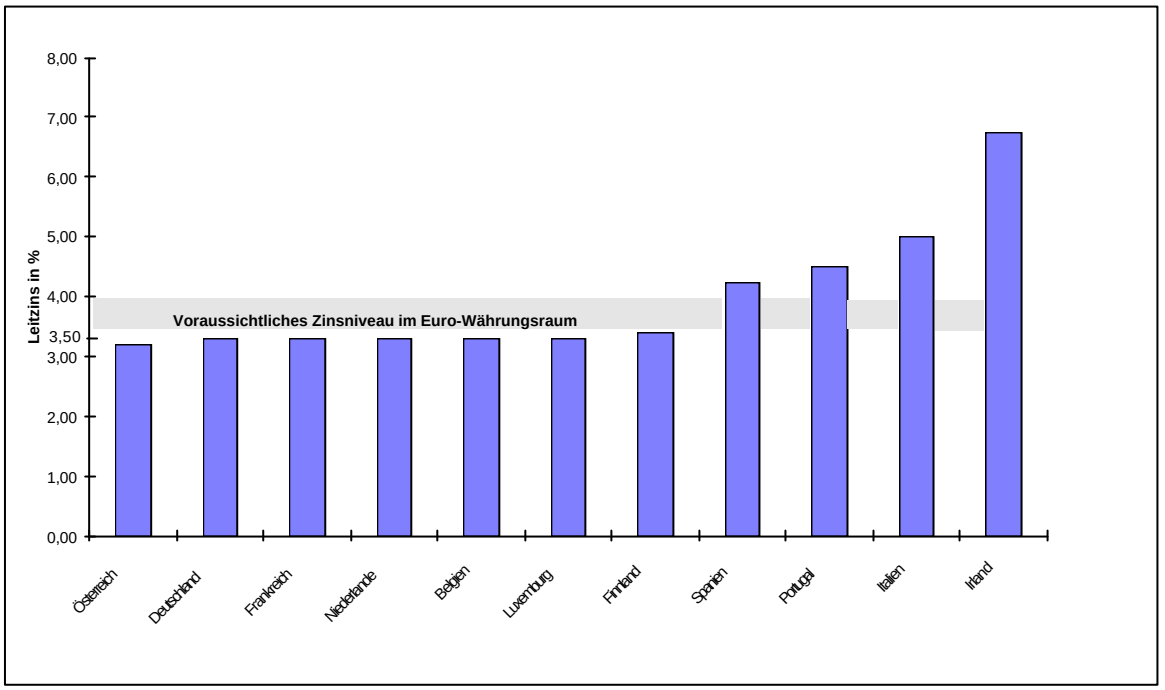


Abb.13: Leitzinsen im Euro-Wärungsraum

Man kann davon ausgehen, daß der einheitliche Geldmarktzins im Euro-Währungsraum bei etwa 3,5 % liegt, wobei die Tendenz steigend ist. Das bedeutet, daß es in Ländern wie Irland, Italien, Portugal und Spanien zu teilweise dramatischen Senkungen der kurzfristigen Zinsen kommt. Die anderen Staaten hingegen verzeichnen moderate Zinserhöhungen.

Diese Zinsschocks sind nicht nur problematisch, weil sie in den einzelnen Staaten der Europäischen Währungsunion unterschiedliche realwirtschaftliche Auswirkungen auslösen. Hinzu kommt, daß die Konjunkturzyklen im Euro-Währungsraum bisher unterschiedlich verlaufen. So hat Irland eine fast schon überschäumende Konjunktur, während Länder wie Deutschland oder Frankreich erst am Beginn eines konjunkturellen Aufschwungs stehen. In Deutschland und Frankreich wäre es also angezeigt, die Zinsen nicht zu erhöhen, während sie in Irland weiter steigen müßten. Tatsächlich jedoch bedeutet die Vereinheitlichung des Zinsniveaus im Euro-Währungsraum das genaue Gegenteil: In Deutschland und Frankreich steigen die Zinsen, während sie in Irland sinken.

Das beinhaltet eine doppelte Gefahr: Einerseits kann es zum Aufbau eines Inflationspotentials kommen, weil in Ländern wie Irland, wo aufgrund des Konjunkturzyklus eine Zinserhöhung angezeigt wäre, die Zinsen sinken. Andererseits kann aber auch ein Konjunkturaufschwung in Ländern wie Deutschland und Frankreich gebremst werden, weil die Zinsen steigen, obwohl keine Inflationsgefahren bestehen.

Dieser doppelten Gefahr kann die gemeinsame europäische Währung nur dann erfolgreich begegnen, wenn sie von der staatlichen Fiskalpolitik unterstützt wird.

Konkret bedeutet dies, daß Länder, deren Zinsen aufgrund ihres Beitritts zur Währungsunion sinken, obwohl die Konjunktur schon gut läuft, eine restriktive Fiskalpolitik betreiben müssen, um Inflationsgefahren vorzubeugen. In Ländern hingegen, denen ein Konjunktureinbruch durch die einheitliche Zinspolitik des ESZB droht, sollte die Fiskalpolitik stützend eingreifen.

Zusammenfassung und Ausblick

Die Geburt des Euro fällt in eine Zeit monetärer und realwirtschaftlicher Turbulenzen in der Weltwirtschaft. Für seine Erfolgsaussichten muß dies kein Nachteil sein. Ganz im Gegenteil enthalten die Währungskrisen in Asien und Rußland auch eine große Chance für die Europäische Währungsunion. Der Euro kann nämlich zeigen, wie eine gemeinsame Währung in einer globalisierten Welt Stabilität erzeugt, in dem er die Volkswirtschaften der Eurozone vor kontraproduktiven Wechselkursschwankungen und ruinösen Abwertungswettläufen abschirmt.

Dieses positive Szenario setzt allerdings voraus, daß der Binnenwert des Euro und damit die Inflationsrate in der Eurozone weiterhin niedrig, d.h. unterhalb der zwei Prozentmarke bleibt. Dafür sind die Aussichten gut: Die Geldpolitik ist strikt an der Preisniveaustabilität orientiert, das ESZB ist politisch unabhängig, im EZB-Rat sitzen erfahrene Zentralbanker. Die Zeiten staatlich beeinflußter Geldpolitik sind in Europa damit endgültig vorbei. Auch von der Kostenseite drohen wenig Gefahren: Die

Lohnpolitik ist moderat und die Lohnstückkosten als Differenz der nominalen Lohnerhöhungen abzüglich des Produktivitätszuwachs steigen, wenn überhaupt, nur noch mäßig.

Wenn somit nicht alles täuscht, wird die Europäische Währungsunion ein neues Zeitalter für das Weltwährungssystem einläuten. Als Transaktions-, Portfolio- und Reservewährung wird der Euro neben dem US-Dollar zur zweiten Leitwährung in der Welt aufsteigen. Andere kleinere Währungen, wie der japanische Yen oder das britische Pfund Sterling, werden sich um diese beiden Pole gruppieren. Das neue, bipolare Weltwährungssystem wird die Stabilität der Weltwirtschaft erhöhen.

Für den Außenwert und damit den Wechselkurs des Euro bedeutet dies allerdings, daß es voraussichtlich relativ rasch zu Aufwertungen kommen wird. Gegenüber dem US-Dollar rechnen Analysten mit einer kurzfristigen Aufwertung des Euro von bis zu 15 Prozent. Der Nachteil, daß dadurch die Ausfuhren aus der Eurozone teurer werden, wird kompensiert, weil die Europäische Währungsunion gleichzeitig die außenwirtschaftliche Abhängigkeit der Teilnehmerstaaten deutlich reduziert. Der innereuropäische Außenhandel, der durchschnittlich immerhin rund 60 Prozent des gesamten Außenhandels der Staaten der Eurozone ausmacht, wird zum inländischen Handel und damit unabhängig von Wechselkursentwicklungen.

Schließlich spricht auch in konjunktureller Hinsicht vieles dafür, daß der Euro eine Erfolgsstory werden wird. So ist nicht damit zu rechnen, daß die Zinspolitik des EZB-Rates die konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone behindert wird. Ganz im Gegenteil: Entweder verbleibt der Geldmarktzins bei den bisherigen niedrigen Repo-Sätzen in Deutschland und Frankreich, also bei 3,3 Prozent, oder aber die kurzfristigen Zinsen werden leicht angehoben etwa auf ein Niveau von 3,5 Prozent. Die erste Möglichkeit wird dann eintreten, wenn die Krisen in Rußland und Asien signifikant negative Auswirkungen auf die Konjunktur in Europa haben sollten. Aber selbst für dieses *worst case* Szenario gilt: Angesichts einer durchschnittlichen Inflationsrate von nur 1,4 Prozent in der Eurozone, könnte sich der EZB-Rat sogar eine Zinssenkung erlauben, um die Konjunktur zu stützen. So oder so: Die Aussichten sind gut, daß die gemeinsame europäische Währung auch das Wachstum und die Konjunktur in Europa fördert.

ANHANG 1: **Eckdaten zum Euro-Währungsraum (1997)**

		Eurozone	**EU-15**	**USA**	**Japan**
Fläche	*in 1.000 km²*	2.365,0	3.234,2	9372,6	377,8
Bevölkerung	*in Mio.*	290,4	374,1	267,9	126,0
BIP nominal (in % des Welt-BIP)	*%*	19,4	24,6	19,6	7,7
BIP nominal	*in Mrd. EURO*	5.548,1	7.132,3	6.896,5	3.708,4
Produktionssektoren, Marktpreise					
Land- und Forstwirtschaft	*in % des BIP*	2,4	2,4	1,7	2,1
Industrie (einschl. Bauwesen)	*in % des BIP*	30,9	30,0	26,0	39,2
Dienstleistungen	*in % des BIP*	66,7	67,6	72,3	58,7
Staatshaushalt		47,0	46,3	36,7	32,6
Laufende Einnahmen, insgesamt	*in % des BIP*				
Ausgaben, insgesamt	*in % des BIP*	49,6	48,7	37,0	36,0
Ausfuhr von Waren	*in % des BIP*	12,3	9,2	8,1	8,8
Einfuhr von Waren	*in % des BIP*	11,0	8,6	10,6	6,9
Ausfuhren					
(in % der weltweiten Ausfuhren)	*%*	19,5		14,8	9,7
Wertpapiere	*in Mrd. EURO*	5.347,1	6.632,5	8.450,4	4.071,9
Börsenkapitalisierung	*in Mrd. EURO*	1.620,7	2.889,4	5.244,0	2.804,4
	in % des BIP	202,8	201,2	74,6	157,4
Bankvermögen	*in Mrd. EURO*	10.082,5	12.479,7	4.211,0	6.217,3
	in % des BIP	202,8	201,2	74,6	157,4
Wachstum des realen BIP	*%*	2,5	2,7	3,8	1,0
Inflation	*%*	1,6	1,7	2,3	1,7
Arbeitslosenquote					
(in % der Erwerbspersonen)	*%*	11,6	10,6	4,9	3,4
Kurzfristiger Zinssatz	*%*	4,4	5,1	5,6	0,7
Langfristiger Zinssatz	*%*	5,7	5,9	5,9	1,7
Öffentliche Haushalte					
Finanzierungssaldo	*in % des BIP*	-2,5	-2,4	-0,3	-3,4
Bruttoverschuldung	*in % des BIP*	75,2	72,1	63,1	99,7
Leistungsbilanzsaldo	*in % des BIP*	1,7	1,2	-1,9	2,2

Quelle: Europäisches Währungsinstitut, Jahresbericht 1997, S. 43

Anhang 2a: *Handelsblatt vom 8. März 1997, Seite 2*

Gefahren für die Einheitswährung drohen nicht von der monetären Seite – Probleme allenfalls im realwirtschaftlichen Bereich

Die geballte Opposition gegen den Euro ist in der Sache nicht gerechtfertigt *(von Horst Löchel)*

Anhang 2b: *Handelsblatt vom 22. Oktober 1997, Seite 2*

Der Euro benötigt keinen optimalen Währungsraum, um erfolgreich zu sein

Die Währungsunion schafft sich ihre wirtschaftliche Konvergenz von alleine *(von Horst Löchel)*

Anhang 2c: *Handelsblatt vom 10. August 1998, Seite 2*

Das Geldmengenkonzept ist gescheitert, warum sollte es dann in Europa eingeführt werden?

Die geldpolitische Strategie der Bundesbank ist für Europa nicht geeignet *(von Horst Löchel)*

Literatur und Internet Links

Deutsche Bank Research (Hrsg.), Europas Geld für morgen, Frankfurt am Main 1998 (deutsch und englisch)

Deutsche Bank Research (Hrsg.), Geldmengenziele oder Inflationsziele?, in: dies. (Hrsg.), EWU-Monitor, Nr. 31, Frankfurt am Main 1997 (deutsch und englisch)

Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Geldpolitische Strategie und Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken, in: dies. (Hrsg.), Informationsbriefe zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Nr. 4, Frankfurt am Main 1997

Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Geldpolitische Instrumente und Verfahren des Europäischen Systems der Zentralbanken, in: dies. (Hrsg.), Informationsbriefe zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Nr. 9, Frankfurt am Main 1997

Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, in: dies. (Hrsg.): Monatsbericht, Januar 1998, Frankfurt am Main 1998, S. 33-47

Enoch, C. A. et al., Monetary Operations in the European Economic and Monetary Union, in: International Monetary Fund (ed.), Finance & Development, Vol. 35, Washington DC 1998

Europäisches Währungsinstitut (Hrsg.), Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3, Frankfurt am Main 1997 (deutsch und englisch)

Europäische Zentralbank (Hrsg.): Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken, Frankfur am Main o. J. (deutsch und englisch)

Gros, D., Delivering Price Stability in EMU: the European System of Central Banks, in: H. H. Francke et al. (Hrsg.): Europäische Währungsunion, Berlin 1998, p. 341-361

International Monetary Fund (ed.), The Design of EMU, in: ders. (ed.), Working Papers, No. 97/99, Washington DC 1997

International Monetary Fund (ed.), The Real Effects of Monetary Policy in the European Union: What Are the Differences ders. (ed.), Working Papers, No. 97/160, Washington DC 1997

International Monetary Fund (ed.), EMU and the World Economy, in: ders. (ed.), World Economic Outlook, Washington DC 1997, p. 51-77

Internet Links

DB-Research:	http://www.deutsche-bank.de/dbr
Deutsche Bundesbank:	http://www.bundesbank.de
Europäische Union:	http://www.europa.eu.int
Europäische Zentralbank:	http://www.ecb.int
Eurostat:	http://www.europa.eu.int/eurostat.html

Arbeitsberichte der Hochschule für Bankwirtschaft

Bisher sind erschienen:

Nr.	Autor/Titel	Jahr
1	**Moormann, Jürgen** **Lean Reporting und Führungsinformationssysteme bei deutschen Finanzdienstleistern**	**1995**
2	**Cremers, Heinz; Schwarz, Willi** **Interpolation of Discount Factors**	**1996**
3	**Jahresbericht 1996**	**1997**
4	**Ecker, Thomas; Moormann, Jürgen** **Die Bank als Betreiberin einer elektronischen Shopping-Mall**	**1997**
5	**Jahresbericht 1997**	**1998**
6	**Heidorn, Thomas; Schmidt, Wolfgang** **LIBOR in Arrears**	**1998**
7	**Moormann, Jürgen** **Stand und Perspektiven der Informationsverarbeitung in Banken**	**1998**
8	**Heidorn, Thomas; Hund, Jürgen** **Die Umstellung auf die Stückaktie für deutsche Aktiengesellschaften**	**1998**
9	**Löchel, Horst** **Die Geldpolitik im Währungsraum des Euro**	**1998**

Bestelladresse*:

Hochschule für Bankwirtschaft
z. Hd. Frau Ellen Glatzer
Sternstraße 8
60318 Frankfurt/M.

Tel.: 069/95946-16
Fax: 069/95946-28

* **Weitere Informationen über die Hochschule für Bankwirtschaft erhalten Sie im Internet unter www.hfb.de**