

## Zehn Jahre geld- politische Zusammen- arbeit im Eurosystem

Vor zehn Jahren wurden wichtige Entscheidungen für die Einführung des Euro zum 1. Januar 1999 getroffen. So legte der Rat der Europäischen Union auf Basis der Konvergenzkriterien am 2. Mai 1998 die ersten 11 Teilnehmerländer der Europäischen Währungsunion fest. Mit Wirkung vom 1. Juni 1998 wurde das Europäische System der Zentralbanken errichtet. Im Oktober gab der EZB-Rat seine geldpolitische Strategie bekannt. Und am 31. Dezember 1998 wurden die Umrechnungskurse der nationalen Währungen der ersten 11 Mitgliedsländer zum Euro unwiderruflich festgeschrieben.

Der vorliegende Beitrag erläutert, wie die Notenbanken des Eurosystems seitdem sowohl in der Vorbereitung der geldpolitischen Entscheidungen als auch bei der Durchführung der Geldpolitik eng zusammenarbeiten, und schildert die diesbezüglich wichtigsten Erfahrungen und Entwicklungen. Das Eurosystem blickt dabei auf ein erfolgreiches Jahrzehnt zurück: Die Inflationsrate lag trotz wiederholter Preisschübe ausgehend von den Weltmärkten und aufgrund steuerlich bedingter Verteuerungen durchschnittlich nur geringfügig über der Stabilitätsmarke von „unter, aber nahe bei 2%“. Die geldpolitische Strategie und das Instrumentarium haben sich bewährt, und auch für die Herausforderungen der Zukunft ist das Eurosystem gut gerüstet.

## ESZB, Eurosystem und EZB

*EZB und  
NZBen bilden  
gemeinsam das  
Eurosystem*

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) besteht aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken (NZBen) aller EU-Mitgliedstaaten. Zu diesem System gehören also auch die Zentralbanken jener EU-Mitgliedstaaten, in denen der Euro noch nicht als gemeinsame Währung eingeführt wurde. Die EZB und die NZBen derjenigen EU-Staaten, die dem Euro-Währungsgebiet beigetreten sind, werden als „Eurosystem“ bezeichnet. Das Eurosystem in seiner Gesamtheit ist die Zentralbank des Euro-Raums.

*Der EZB-Rat ...*

Das oberste Entscheidungsorgan des Eurosystems und zugleich der EZB ist der EZB-Rat. Er fasst die Beschlüsse, die notwendig sind, um die dem Eurosystem übertragenen Aufgaben zu erfüllen. Hierzu gehört vor allem die Gewährleistung von Preisstabilität. Er legt somit insbesondere die Geldpolitik für den Euro-Raum fest. Der EZB-Rat setzt sich aus den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums und den Präsidenten beziehungsweise Gouverneuren der NZBen derjenigen Staaten zusammen, deren Währung der Euro ist. Die Mitglieder des EZB-Rats handeln bei allen Entscheidungen, auch bei denen, die die Geldpolitik betreffen, alleinverantwortlich und unabhängig.<sup>1)</sup>

*... und seine  
Abstimmungs-  
modalitäten*

Der EZB-Rat beschließt grundsätzlich mit einfacher Mehrheit; bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des EZB-Präsidenten den Ausschlag.<sup>2)</sup> Auf Grundlage des Vertrages von Nizza, der am 1. Februar 2003 in Kraft trat, wurde in das ESZB-Statut eine Vorschrift zur

Stimmrechtsrotation eingefügt. Sie soll ermöglichen, dass der EZB-Rat auch in einem erweiterten Euro-Währungsgebiet weiterhin in der Lage ist, Entscheidungen effizient und rechtzeitig zu treffen.<sup>3)</sup> In diesem Rotationssystem wird die Stimmrechtshäufigkeit des Bundesbankpräsidenten ab 19 Teilnehmerländern vier Fünftel betragen.

Nach dem ESZB-Statut können NZBen auch andere Aufgaben, die nicht mit dem ESZB beziehungsweise dem Eurosystem zusammenhängen, wahrnehmen, es sei denn, der EZB-Rat stellt mit Zweidrittelmehrheit fest, dass diese Aufgaben nicht mit den Zielen und Aufgaben des ESZB vereinbar sind. So nimmt auch die Bundesbank Aufgaben nach natio-

*Die NZBen als  
nationale  
Institutionen*

<sup>1</sup> Mit währungs- und geldpolitischen Themen, die auch jene EU-Mitgliedstaaten betreffen, die den Euro noch nicht als Währung eingeführt haben, befasst sich der Erweiterte Rat, dem neben dem Präsidenten und Vizepräsidenten der EZB die Präsidenten bzw. Gouverneure der nationalen Notenbanken aller EU-Mitgliedsländer angehören.

<sup>2</sup> In einigen Fällen werden die Stimmen der nationalen Zentralbankpräsidenten nach den jeweiligen nationalen Anteilen am gezeichneten Kapital der EZB und die Stimmen der Mitglieder des Direktoriums mit null gewichtet. Dies betrifft finanzielle Angelegenheiten wie Kapitalausrüstung, Übertragung von Währungsreserven auf die EZB, Verteilung der monetären Einkünfte der NZBen oder die Verteilung der Netto-Gewinne und Verluste der EZB.

<sup>3</sup> Das Rotationssystem beginnt ab dem Zeitpunkt, zu dem im EZB-Rat 16 NZB-Gouverneure vertreten sind, kann aber bis zu dem Zeitpunkt aufgeschoben werden, zu dem die Anzahl der NZB-Gouverneure 18 übersteigt. Nach dem Rotationssystem werden zwar auch künftig sämtliche Mitglieder des EZB-Rats an den Sitzungen und Beratungen teilnehmen, die Anzahl der Stimmrechte der nationalen Zentralbankgouverneure wird jedoch 15 nicht überschreiten, während die sechs Direktoriumsmitglieder der EZB dauerhafte Stimmrechte haben. Zu diesem Zweck werden die Gouverneure der NZBen nach Maßgabe der Position, die sich für ihr jeweiliges Land aus der relativen Größe seiner Volkswirtschaft und der gesamten aggregierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute ergibt, in zwei, später in drei Gruppen eingeteilt, die sich nach Häufigkeit der Stimmberechtigung unterscheiden. Zu den Details siehe: Europäische Zentralbank, Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat, Monatsbericht, Mai 2003.

## Wichtige Ereignisse für die EWU von 1998 bis 2008



Deutsche Bundesbank

nalem Recht wahr, die sie in eigener Verantwortung ausübt. Beispielsweise wirkt sie in Zusammenarbeit mit der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht im Bereich der Bankenaufsicht mit. Zudem erbringt sie Dienstleistungen für die öffentliche Hand und nimmt die deutsche Mitgliedschaft im Internationalen Währungsfonds wahr.

### Die geldpolitische Strategie des Eurosystems

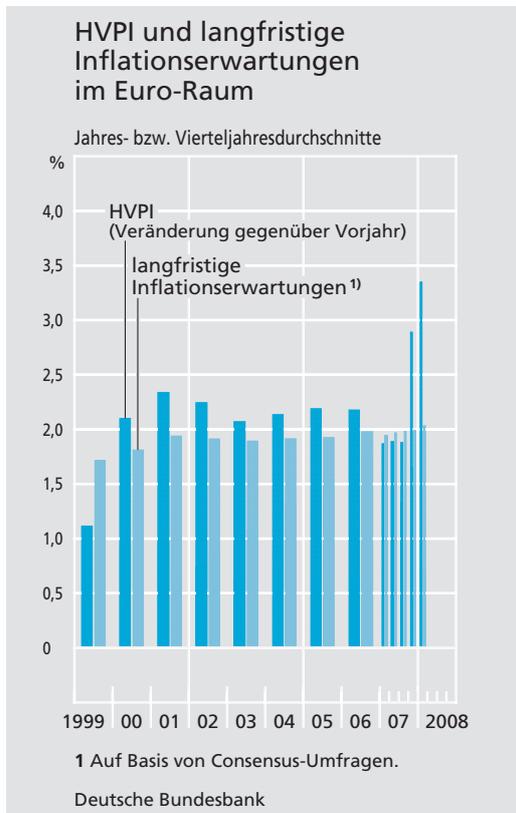
*Preisstabilität  
als vorrangiges  
Ziel*

Auf Basis der Erkenntnis, dass Preisstabilität der beste Beitrag der Geldpolitik für nachhaltiges Wachstum und Beschäftigung ist, wurde dem Eurosystem durch Artikel 105 des EG-Vertrages das vorrangige Ziel gegeben, „Preisstabilität zu gewährleisten“.

Der EG-Vertrag lässt aber offen, was quantitativ unter „Preisstabilität“ zu verstehen ist. Um diesbezüglich Klarheit zu schaffen, gab der EZB-Rat im Oktober 1998 eine quantitative Definition von Preisstabilität bekannt, die im Frühjahr 2003 noch einmal präzisiert wurde.<sup>4)</sup> Demnach wird Preisstabilität definiert als „Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter, aber nahe bei 2 % gegenüber dem Vorjahr“. Preisstabilität in diesem Sinne muss mittelfristig gewährleistet sein. Dieser Zusatz trägt der Tatsache Rechnung, dass das Preisniveau kurzfristigen Schwankungen unterliegt, die von der Geldpolitik nicht gesteuert werden können.

*Definition von  
Preisstabilität  
als Inflations-  
rate von „unter,  
aber nahe bei  
2 %“*

<sup>4</sup> Siehe: Pressemitteilung der Europäischen Zentralbank vom 13. Oktober 1998, Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB.



Gründe für eine leicht positive Inflationsrate

Es gibt mehrere Gründe dafür, Preisstabilität als Teuerungsrate leicht oberhalb von 0 % zu definieren. So ist der gemessene Anstieg des Preisindex typischerweise etwas nach oben verzerrt, weil Änderungen der Verbrauchs- und Einkaufsgewohnheiten bei der statistischen Preismessung nicht angemessen berücksichtigt werden. Darüber hinaus sah der EZB-Rat im Frühjahr 2003 die Notwendigkeit, einen gewissen Sicherheitsabstand zum Schutz gegen Deflationsrisiken einzuhalten.

Mit der Veröffentlichung seiner quantitativen Definition für Preisstabilität stellt der EZB-Rat der Öffentlichkeit sowohl eine Orientierungshilfe für die Inflationserwartungen als auch einen Maßstab zur Verfügung, an dem sich der Erfolg seiner Geldpolitik messen lässt. In den ersten neun Jahren der Währungsunion

lag die Jahresinflationsrate mit durchschnittlich 2,1% zwar oberhalb dieses Stabilitätsbereichs. Hierfür war aber nicht zuletzt eine Reihe aufwärtsgerichteter Preisschocks verantwortlich, die von den internationalen Energie-, Rohstoff- und Agrarmärkten ausgingen sowie durch Steueränderungen bedingt waren und damit tendenziell außerhalb des Einflussbereichs der Geldpolitik lagen. Dies darf jedoch kein Anlass zur Selbstzufriedenheit sein, zumal nicht davon ausgegangen werden darf, dass die bisher preisdämpfend wirkenden Effekte der Globalisierung weiter anhalten werden.<sup>5)</sup> In den letzten Monaten hat sich der Preisdruck erheblich erhöht und das Preisklima deutlich eingetrübt. In diesem Umfeld ist ein klares Stabilitätsbekenntnis seitens der Geldpolitik gefordert, um das in den letzten Jahren aufgebaute stabilitätspolitische Vertrauenskapital nicht zu beschädigen.

Hauptelemente der geldpolitischen Strategie des EZB-Rats sind – neben der Definition für Preisstabilität – die zwei Säulen seines geldpolitischen Analyserahmens. Der Zwei-Säulen-Ansatz basiert auf der Erkenntnis, dass eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik sowohl die kürzer- als auch die längerfristigen Preisrisiken im Blick behalten muss. Erstere analysiert der EZB-Rat dabei vor allem auf Basis gesamtwirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren (wirtschaftliche Analyse). Die Abschätzung der längerfristigen Preisgefahren erfolgt hingegen überwiegend anhand monetärer Indikatoren (monetäre Analyse).

Zwei-Säulen-Strategie

<sup>5</sup> Siehe: Deutsche Bundesbank, Deutschland im Globalisierungsprozess, Monatsbericht, Dezember 2006, S. 17–35.

*Wirtschaftliche  
Analyse ...*

In kurz- bis mittelfristiger Perspektive wird die Preisentwicklung vor allem durch das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf den Güter- und Faktormärkten beeinflusst. Daher beobachtet und interpretiert der EZB-Rat im Rahmen seiner wirtschaftlichen Analyse unter anderem die weltweite wirtschaftliche Aktivität, die Wechselkursentwicklung, die Wettbewerbsposition des Euro-Raums, die Einkommens- und Preisentwicklung, die Arbeits- und die Finanzmärkte sowie zahlreiche Erwartungsindikatoren.

Ziel ist es dabei vor allem, Entwicklungen zu identifizieren, die sich innerhalb der folgenden ein bis zwei Jahre in Preisniveauänderungen niederschlagen können. Aus geldpolitischer Sicht ist hier zentral, ob der Inflationsdruck lediglich vorübergehender oder dauerhafter Natur ist. Um diesbezügliche Risiken frühzeitig zu erkennen, zieht das Eurosystem neben Angaben zur Lohnentwicklung auch Messgrößen der Inflationserwartungen heran, die aus Umfragen oder Finanzmarktindikatoren abgeleitet werden.<sup>6)</sup> Bestehen mittelfristig aufwärtsgerichtete Inflationsrisiken, so muss die Notenbank mit einer Zinsanhebung reagieren, um auf mittlere Sicht Preisstabilität zu gewährleisten.

*... und gesamt-  
wirtschaftliche  
Projektionen*

Um den Interdependenzen zwischen den verschiedenen Indikatoren Rechnung zu tragen, erstellen die Experten des Eurosystems zudem in regelmäßigen Abständen konsistente Vorausschätzungen unter anderem des Bruttoinlandsprodukts, seiner Komponenten sowie der HVPI-Preisentwicklung für das laufende, das nächste und das übernächste Jahr. Seit Dezember 2000 werden diese Projektionen

im Monatsbericht der EZB veröffentlicht, mittlerweile in vierteljährlichem Abstand. Den im Dezember und Juni veröffentlichten Projektionen geht ein aufwendiger Abstimmungsprozess zwischen allen Notenbanken des Eurosystems voraus (siehe hierzu S. 23), während die im März und September veröffentlichten Projektionen allein vom EZB-Stab auf Basis der großen Projektionsrunden des Vorquartals angepasst werden. Hierzu steuern die NZBen eine Aktualisierung der kurzfristigen Inflationsprognose bei. Mittlerweile sind einige NZBen dazu übergegangen, ihre Beiträge zu den Prognoserunden für ihre Länder zu veröffentlichen. So hat auch die Bundesbank im Dezember 2007 damit begonnen, regelmäßig ihre Projektionen für Deutschland vorzustellen.<sup>7)</sup>

Zur Beurteilung der längerfristigen Preisrisiken nutzt der EZB-Rat im Rahmen der monetären Analyse den empirisch gut dokumentierten langfristigen Zusammenhang zwischen der Geldmengen- und der Preisentwicklung im Euro-Raum.<sup>8)</sup> Dieser Zusammenhang zeigt sich beispielsweise darin, dass Inflationsprojektionen, die auf der Entwicklung des breit

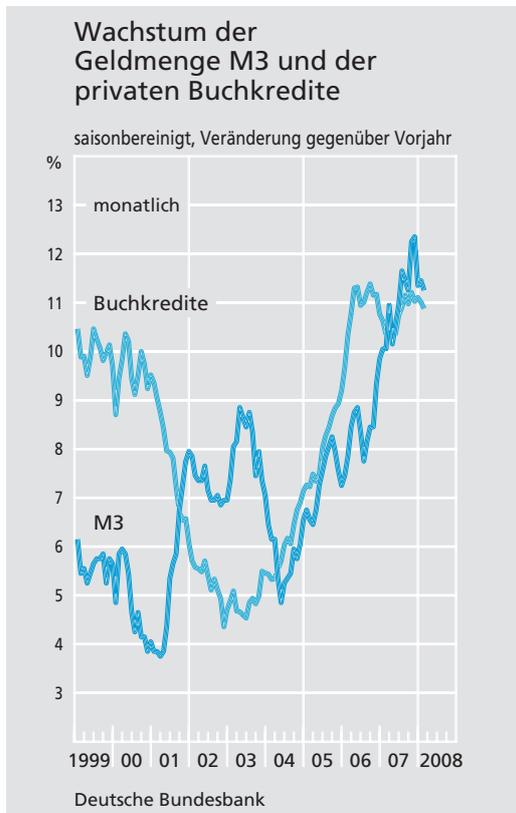
*Monetäre  
Analyse ...*

---

<sup>6</sup> Siehe: Deutsche Bundesbank, Zum Informationsgehalt von Umfragedaten über die Inflationserwartungen des privaten Sektors für die Geldpolitik, Monatsbericht, Oktober 2006, S. 15–28, und Europäische Zentralbank, Messung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, August 2006, S. 63–74.

<sup>7</sup> Siehe: Deutsche Bundesbank, Perspektiven der deutschen Wirtschaft: gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen 2008 und 2009, Monatsbericht, Dezember 2007, S. 17–30.

<sup>8</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen, Monatsbericht, Januar 2005, S. 15–27.



abgegrenzten Geldmengenaggregats M3<sup>9)</sup> basieren, eine erkennbar höhere Prognosegüte für einen Vorhersagehorizont von mehr als zwei Jahren besitzen als Vorhersagen auf Basis realwirtschaftlicher Indikatoren, wie sie im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse untersucht werden.<sup>10)</sup> Weil Geldmengen- und Kreditdaten zudem zeitnah verfügbar sind und im Unterschied zu zahlreichen realwirtschaftlichen Indikatoren nur relativ geringen Revisionen unterliegen, können mit Hilfe monetärer Daten mögliche längerfristig bestehende Preisrisiken frühzeitig erkannt werden.<sup>11)</sup>

... ist breit angelegt

Da die Indikatorfunktion der Geldmenge aber durch temporär auftretende Sonderfaktoren beeinträchtigt sein kann, beschränkt sich die monetäre Analyse nicht auf die Betrachtung

des Geldmengenaggregats M3. Vielmehr werden auch alternative Geldmengenabgrenzungen sowie die Komponenten und Gegenposten von M3 untersucht. Letztere liefern Aufschluss über die Quellen der Geldentstehung. Üblicherweise stellen dabei die Buchkredite an den Privatsektor die Haupttriebkraft für das Geldmengenwachstum im Euro-Gebiet dar. Dies war auch in den letzten Jahren so. Da solche Finanzierungsmittel aufgenommen werden, um Ausgaben zu tätigen, sollte eine starke private Kreditexpansion tendenziell mit einer erhöhten Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen und somit für sich genommen mit einem entsprechenden Preisdruck einhergehen.

Dies muss aber nicht zwangsläufig der Fall sein. So könnten beispielsweise Kreditnehmer mit den aufgenommenen Geldern Vermögensgegenstände kaufen, wie etwa Finanztitel oder Immobilien. Anstelle von Güterpreisen steigen dann möglicherweise die entsprechenden Vermögenspreise, die ja nicht Teil des HVPI sind. Tatsächlich nahmen

„Traditionelle“ monetäre Analyse der Komponenten und Gegenposten von M3

<sup>9</sup> M3 umfasst neben dem Bargeldumlauf die kurzfristigen Bankeinlagen (täglich fällige Einlagen sowie kurzfristige Termin- und Spareinlagen) von Angehörigen des Euro-Raums sowie enge Substitute hierzu (Repogeschäfte, Geldmarktfondszertifikate und kurzlaufende Bankschuldverschreibungen).

<sup>10</sup> Vgl.: M. Scharnagl und C. Schumacher, Reconsidering the role of monetary indicators for euro area inflation from a Bayesian perspective using group inclusion probabilities, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 09/2007; B. Hofmann, Do monetary indicators (still) predict euro area inflation?, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 18/2006, und B. Hofmann (2008), Do monetary indicators lead euro area inflation?, EZB Working Paper Nr. 867.

<sup>11</sup> Vgl.: M. Scharnagl, C. Gerberding und F. Seitz, Simple interest rate rules with a role for money, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 31/2007, sowie Deutsche Bundesbank, Geldpolitik unter Unsicherheit, Monatsbericht, Juni 2004, S. 15–28.

im Euro-Raum die Immobilienpreise in den letzten Jahren kräftig zu.<sup>12)</sup> Darüber hinaus kann einem starken Kreditanstieg eine umfangreiche Emission längerfristiger Schuldverschreibungen der Banken gegenüberstehen. Da diese nicht Teil von M3 sind, nehmen anstelle der Geldmenge M3 die längerfristigen Verbindlichkeiten der Banken, das sogenannte Geldkapital, zu. Umgekehrt können Umschichtungen vom Geldkapital in die Geldmenge das M3-Wachstum vorübergehend anheizen, ohne dass damit Inflationsgefahren verbunden sein müssen. Eine besonders lang anhaltende Periode solcher Portfolioumschichtungen, die durch die damals vorherrschende hohe Unsicherheit an den Finanzmärkten bedingt waren, stellt der Zeitraum von 2001 bis 2003 dar.

*Fortentwicklung der monetären Analyse: erweiterte Geldnachfragefunktionen, ...*

Die quantitative Abschätzung der unsicherheitsbedingten Portfolioumschichtungen ist ein Beispiel für die anhaltende Fortentwicklung der monetären Analyse des Eurosystems.<sup>13)</sup> Stellte diese zunächst vor allem auf den Vergleich von Geldmengenwachstum und Referenzwert für das inflationsfreie Geldmengenwachstum ab, kamen im Laufe der Zeit zahlreiche weitere Instrumente zur Quantifizierung von Sonderentwicklungen hinzu. Hierzu zählen Schätzungen von Geldnachfragefunktionen, die neben den üblichen makroökonomischen Variablen für die Zins- und Einkommenssituation auch noch explizit Messgrößen beispielsweise für die gesamtwirtschaftliche Unsicherheit, die Immobilienpreisentwicklung oder die internationale Portfolioallokation als Determinanten der Geldmengenentwicklung berücksichtigen.<sup>14)</sup>

Daneben wird mittels verschiedener Methoden die „monetäre Grunddynamik“ ermittelt, also jene Entwicklung der Geldmenge, die nicht von vorübergehenden Schocks beeinflusst ist und somit die zentrale Information über den kommenden Inflationstrend enthält.<sup>15)</sup> Auch die dabei zur Anwendung kommenden Methoden wurden weiterentwickelt. Sie reichen mittlerweile von einfachen Filter- und Trendtechniken bis hin zu komplizierten Faktormodellen, die eine sehr große Datenmenge nutzen können. Darüber hinaus gehören die bereits angesprochenen Prognosemodelle, bei denen die längerfristige Inflationsrate auf Basis monetärer Größen vorhergesagt wird, mittlerweile zum Standardinstrumentarium der monetären Analyse. Sie erlauben zudem die graphische Darstellung der mit solchen Prognosen verbundenen Unsicherheit in Form von Konfidenzbändern um die Punktprognose.

Die beiden Säulen des Analyserahmens stellen keine konkurrierenden Sichtweisen, sondern zwei sich ergänzende Einschätzungen über die zukünftigen Preisrisiken im Euro-Raum dar. Insgesamt verringert der breit an-

*... „monetäre Grunddynamik“ und monetär basierte Inflationsprognosen*

*Gegenprüfung der beiden Säulen*

12 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Zusammenhang zwischen monetärer Entwicklung und Immobilienmarkt, Monatsbericht, Juli 2007, S. 15–27.

13 Für eine Darstellung von neueren Instrumenten der monetären Analyse im Euro-Raum siehe: Europäische Zentralbank, Monetäre Analyse in Echtzeit, Monatsbericht, Oktober 2004, S. 47–71.

14 Vgl.: C. Greiber und W. Lemke, Money demand and macroeconomic uncertainty, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 26/2005; C. Greiber und R. Setzer, Money and housing – evidence for the euro area and the US, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Serie 1, Nr. 12/2007.

15 Vgl.: M.J.M. Neumann und C. Greiber, Inflation and core money growth in the euro area, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Nr. 36/2004.

gelegte Zwei-Säulen-Ansatz die Gefahr, dass der EZB-Rat seine geldpolitischen Entscheidungen einseitig auf nur eine mögliche Quelle von Preisgefahren ausrichtet. Er reduziert somit das Risiko geldpolitischer Fehlentscheidungen. Die Gegenprüfung der wirtschaftlichen Analyse anhand der monetären Analyse verlängert darüber hinaus den Zeithorizont, den die Entscheidungsträger ihrer Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität zugrunde legen. Der längere Zeithorizont ermöglicht es dem Eurosystem, auch der Bedeutung von Preisbewegungen auf den Vermögensmärkten Rechnung zu tragen, die sich möglicherweise erst auf mittlere bis lange Sicht in den Verbraucherpreisen niederschlagen.

### Der geldpolitische Entscheidungsprozess

*Enger Austausch aller Notenbanken des Eurosystems ...*

Zur Vorbereitung der geldpolitischen Entscheidungen des EZB-Rats findet ein kontinuierlicher intensiver Austausch zwischen allen Notenbanken des Eurosystems statt. Dieser erfolgt durch die Mitarbeit aller Notenbanken in zahlreichen Ausschüssen und Arbeitsgruppen, die dem EZB-Rat als oberstem Entscheidungsgremium des Eurosystems regelmäßig zuarbeiten. Daneben gibt es im Eurosystem auch noch weniger stark institutionalisierte Foren. Hierzu gehören beispielsweise eher wissenschaftlich ausgerichtete Arbeitstreffen zu bestimmten, aktuell relevanten Fragen oder gemeinsame, groß angelegte Forschungsnetzwerke zu ausgewählten geldpolitischen Themen. Ihre Erkenntnisse fließen ebenfalls in den geldpolitischen Meinungsbildungsprozess des Eurosystems ein.

Die enge Zusammenarbeit zwischen den Notenbanken des Eurosystems stellt sicher, dass die EZB und die NZBen gleichermaßen zur Vorbereitung und Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik beitragen. Dieser breit aufgestellte Entscheidungs- und Meinungsbildungsprozess hat eine Reihe von Vorteilen. So sorgt die enge Einbindung der NZBen zum einen dafür, dass ihre bisherigen historischen geldpolitischen Erfahrungen und vor allem ihr länderspezifisches Detail- und Spezialwissen Eingang in die Überlegungen des EZB-Rats finden. Zum anderen führt der intensive Austausch dazu, dass die Entscheidungen des EZB-Rats auf eine breite fachliche Basis gestellt werden. Schließlich erhöht die Beteiligung der NZBen die Akzeptanz der gemeinsamen Geldpolitik des Eurosystems in allen Mitgliedsländern.

*... bringt Vorteile mit sich*

Das mit Blick auf die Geldpolitik zentrale Arbeitskomitee ist der Geldpolitische Ausschuss (Monetary Policy Committee: MPC). Er erörtert Fragen von geldpolitischer Relevanz und koordiniert die Erstellung von Analysen – wie beispielsweise Studien zur monetären Transmission, zur geldpolitischen Strategie, zu den makroökonomischen Projektionen oder zur Bedeutung der nationalen Fiskalpolitiken für die gemeinsame Geldpolitik. Dem MPC wiederum sind verschiedene Arbeitsgruppen untergeordnet, in denen sich Experten aus EZB und NZBen regelmäßig speziellen Fachfragen widmen, die für die Geldpolitik von Bedeutung sind. Hierzu gehören zum Beispiel die Arbeitsgruppen zu den Öffentlichen Finanzen (Working Group on Public Finance: WGPf), zu den Projektionen (Working Group on Forecasting: WGF) oder zur ökonomie-

*Der Geldpolitische Ausschuss*

trischen Modellierung (Working Group on Econometric Modeling: WGEM).

*Beispiele für die enge Zusammenarbeit aller Notenbanken im Eurosystem: der Prognoseprozess ...*

Ein Beispiel für die enge Zusammenarbeit zwischen den Notenbanken des Eurosystems in der Vorbereitung geldpolitischer Entscheidungen stellt die im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse vorgenommene gesamtwirtschaftliche Projektion dar, die zweimal jährlich nach Vorarbeiten durch die entsprechenden Arbeitsgruppen vom MPC erstellt und dem EZB-Rat vorgelegt wird. Die Erstellung der gesamtwirtschaftlichen Projektionen (Broad Macroeconomic Projection Exercise: BMPE) für den Euro-Raum und die einzelnen Länder der Währungsunion erfolgt dabei in einem mehrstufigen Prozess. Auf Basis eines umfassenden Meinungsaustauschs im MPC und in der WGF findet zunächst in einem ersten Schritt die Festlegung der zugrunde zu legenden technischen Annahmen (z. B. zur Entwicklung des Welthandels, der Wechselkurse usw.) statt. In einem zweiten Schritt fertigen die Experten in den NZBen dann Projektionen für ihre Länder an – unter Verwendung verschiedener gesamtwirtschaftlicher Modelle und unterschiedlicher Methoden. Diese werden anschließend vom EZB-Stab mit eigenen Ergebnissen zu den nationalen Volkswirtschaften verglichen und zu einer gemeinsamen Vorhersage für das Euro-Gebiet zusammengeführt, die dann den Ergebnissen einer rein auf den Euro-Raum bezogenen Projektion gegenübergestellt wird. Nachdem die verschiedenen nationalen und eurogebietsweiten Projektionen unter Einbeziehung von Expertenwissen aus dem Eurosystem in Übereinstimmung gebracht wurden, wird in einem dritten Schritt schließlich ein Abschlussbericht

für die laufende Prognoserunde erstellt. Nach der Diskussion im MPC wird der Bericht dem EZB-Rat vorgelegt. Anschließend erfolgt auf Basis des Abschlussberichts die Veröffentlichung der Projektionsergebnisse im EZB-Monatsbericht.<sup>16)</sup>

Seit Beginn der Europäischen Währungsunion hat es auch einige zeitlich befristete Forschungsnetzwerke des Eurosystems gegeben, in denen sich Forscher aus den NZBen und der EZB (und zum Teil auch aus weiteren Notenbanken) gemeinsam spezifischen Fragen mit geldpolitischer Relevanz widmeten. Diese Netzwerke berichten nach Abschluss ihrer Arbeiten dem MPC und dem EZB-Rat. Den Anfang machte das Monetary Transmission Network (MTN), das sich mit den Effekten der Geldpolitik im Euro-Raum und ihren Übertragungswegen beschäftigte. Eines der Kernresultate des MTN war, dass sich die Auswirkungen der Geldpolitik im Euro-Raum auf Produktion und Inflation nicht stark von denen in anderen Währungsräumen unterscheiden.<sup>17)</sup> Darüber hinaus fanden die Forscher, dass vor allem der Zinskanal für die geldpolitische Transmission im Euro-Raum relevant sein dürfte. Größere Differenzen in den Übertragungsprozessen der Geldpolitik zwischen den verschiedenen Teilnehmerländern wurden nicht gefunden.

*... und Forschungsnetzwerke wie das Monetary Transmission Network, ...*

---

<sup>16</sup> Eine grafische Darstellung des Prozesses der Prognoseerstellung findet sich in: Deutsche Bundesbank (2006), Die Deutsche Bundesbank – Aufgabenfelder, rechtlicher Rahmen, Geschichte, S. 69.

<sup>17</sup> Eine Zusammenfassung der Resultate findet sich in: I. Angeloni, A. Kashyap und B. Mojon (2003), Monetary Policy Transmission in the Euro Area – A study by the Eurosystem Monetary Transmission Network, Cambridge University Press.

... das Inflation  
Persistence  
Network ...

Das Inflation Persistence Network (IPN) beschäftigte sich mit der Inflationsdynamik im Euro-Raum, also beispielsweise der Frage, inwieweit sich vorübergehende Preisschocks im Zeitablauf auf die Entwicklung der Inflationsrate auswirken. Dieser Aspekt der Inflationpersistenz ist aus geldpolitischer Sicht wichtig, da bei hoher Persistenz vorübergehende Preisniveauschocks längere Abweichungen von der Preisstabilität erzeugen können, und umgekehrt geldpolitische Maßnahmen längere Zeit benötigen, bis wieder Preisstabilität erreicht ist. Im IPN wurden neben Preisindizes auch in großem Umfang Einzelpreisdaten auf der Erzeuger- und der Verbraucherstufe ausgewertet, und Unternehmen wurden direkt über ihr Preissetzungsverhalten befragt. Dabei zeigten sich große Unterschiede in der Häufigkeit von Preisanpassungen zwischen Produktgruppen. Insbesondere bei vielen Dienstleistungen werden Preise in einem Umfeld niedriger allgemeiner Preissteigerungsraten nur sehr selten geändert. Die geschätzte Inflationpersistenz im Euro-Gebiet und die Unterschiede zwischen den Ländern der Währungsunion erwiesen sich aber insgesamt als moderat.<sup>18)</sup>

... und das  
Wage Dynamics  
Network

Das derzeitige Wage Dynamics Network (WDN) untersucht das zyklische Verhalten von Löhnen und Lohnkosten, um damit ein tieferes Verständnis der Triebkräfte der Inflationsdynamik im Euro-Raum zu erlangen. Es werden hierzu unter anderem Umfragen bei Unternehmen und auf Mikrodaten basierende Studien zur Lohndynamik in den Mitgliedsländern durchgeführt. Die Ergebnisse – die voraussichtlich gegen Ende dieses Jahres vorliegen werden – sollen dem Eurosystem

helfen, zukünftige Inflationsentwicklungen und die Rolle des Arbeitsmarktes für die Transmission der Geldpolitik besser abzuschätzen.

## Die Umsetzung geldpolitischer Entscheidungen

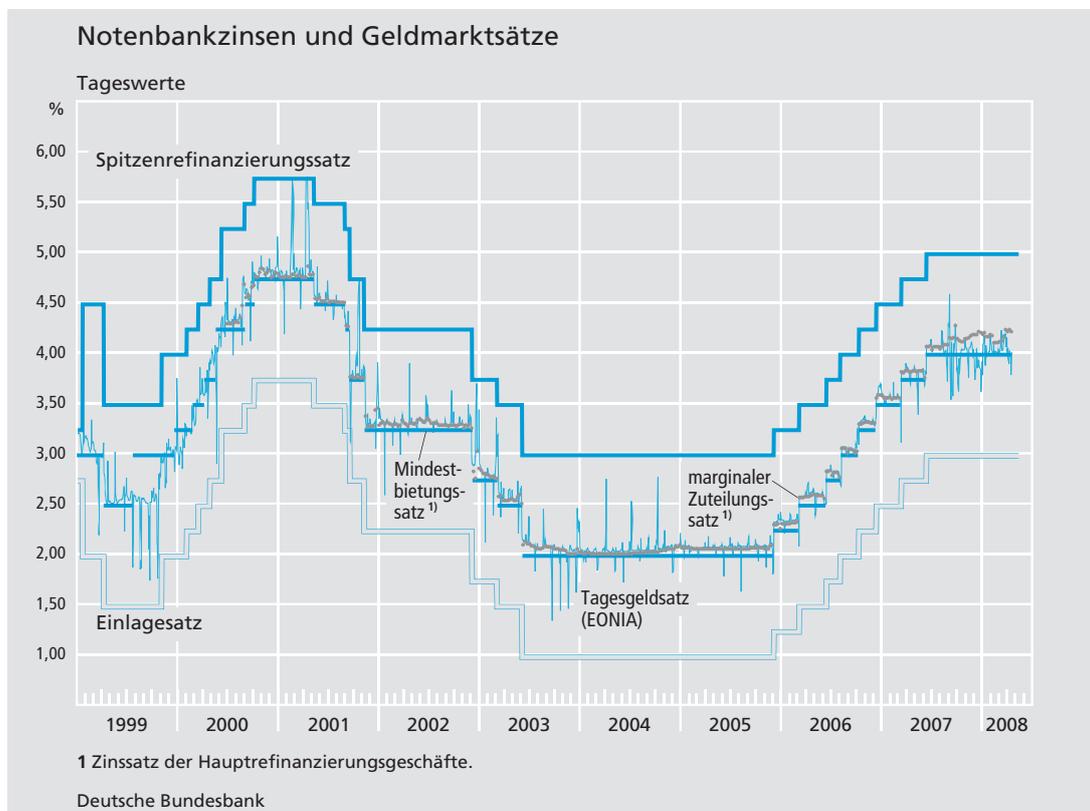
Die vom EZB-Rat getroffenen geldpolitischen Entscheidungen werden von den NZBen operativ umgesetzt. Diese dezentrale Implementierung der Geldpolitik bietet wichtige Vorteile, denn die NZBen besitzen als direkte Geschäfts- und Ansprechpartner der Kreditinstitute in ihren Ländern eine große Markt- und Kundennähe, die auf diese Weise für das Eurosystem nutzbar gemacht wird. Darüber hinaus können die NZBen so ihren Geschäftspartnern die geldpolitischen Entscheidungen des EZB-Rats direkt vermitteln.

*Zentrale Entscheidungen,  
dezentrale  
Umsetzung*

Das geldpolitische Instrumentarium des Eurosystems setzt sich aus zwei Kernelementen zusammen: Auf der einen Seite steht die Mindestreserve, die für einen stetigen Bedarf der Banken an Zentralbankgeld sorgt, und auf der anderen Seite stehen die Möglichkeiten des Eurosystems, zur Befriedigung dieser Nachfrage Zentralbankgeld bereitzustellen (oder zu absorbieren). Der praktische Einsatz dieses Instrumentariums erfolgt mit dem Ziel,

*Geldmarkt-  
operationen als  
Ausgangspunkt  
für die  
geldpolitische  
Transmission*

<sup>18</sup> Eine Zusammenfassung der mikrobasierten Resultate des IPN findet sich in: L. Álvarez et al. (2006), Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence, Journal of the European Economic Association, April–May, 4(2–3), 575–584. Ergebnisse zu den Konsumentenpreisen finden sich in: E. Dhyne et al. (2006), Price setting in the Euro Area: Some stylized facts from individual consumer price data, Journal of Economic Perspectives 20(2), 171–192.



die Liquiditätslage der Banken – also das Volumen der ihnen zur Verfügung stehenden Zentralbankguthaben – so zu beeinflussen, dass der Tagesgeldsatz den Vorgaben des EZB-Rats entspricht. Diese Zins- und Liquiditätssteuerung bildet den operativen Ausgangspunkt für die Übertragungsprozesse der geldpolitischen Maßnahmen in die Wirtschaft.

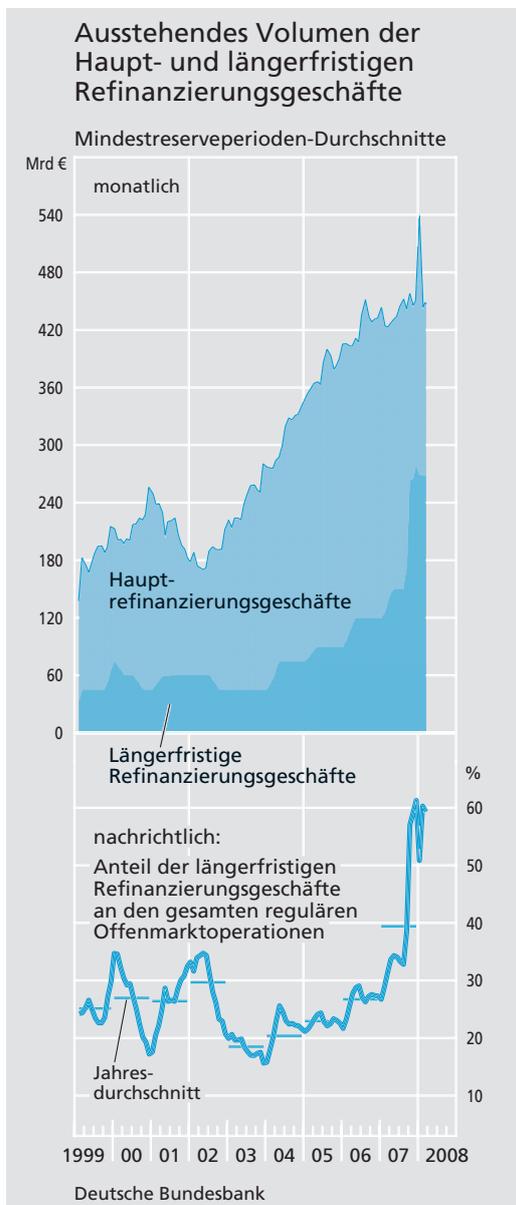
*Mindestreserve erzeugt Liquiditätsbedarf der Banken*

Die Mindestreserve verpflichtet die Kreditinstitute dazu, Zentralbankguthaben in einer bestimmten Höhe auf ihren Konten bei den NZBen zu halten. Dies gewährleistet, dass die Banken auch unabhängig von ihrem Bargeldbedarf stets eine aus geldpolitischer Sicht hinreichend große Nachfrage nach Zentralbankgeld aufweisen. Gleichzeitig bildet die Mindestreserve einen Liquiditätspuffer, da die

Kreditinstitute ihr jeweiliges Mindestreservesoll nicht täglich, sondern lediglich im Durchschnitt der Erfüllungsperiode halten müssen. Auf diese Weise trägt sie über eine Glättung der Nachfrage nach Zentralbankgeld zur Stabilisierung des Tagesgeldsatzes bei und begrenzt damit wirkungsvoll Zinsschläge am Geldmarkt. Da das Mindestreservesoll etwa in Höhe des kurzfristigen Refinanzierungssatzes verzinst wird, entstehen den Banken durch die Mindestreservepflicht nahezu keine Kosten.

Auch die Abschätzung des laufenden Liquiditätsbedarfs der Banken findet in enger Kooperation zwischen EZB und NZBen statt. Hierbei spielen die sogenannten „autonomen Faktoren“ eine zentrale Rolle. Sie umfassen Veränderungen der Liquiditätsposition des

*Liquiditätsschätzung durch EZB und NZBen*



Bankensystems, die beispielsweise durch Bargeldwünsche der Bankkunden, durch Überweisungen auf die Konten öffentlicher Haushalte beim Eurosystem oder durch Auslandsüberweisungen über die Zentralbank im Kundenauftrag ausgelöst werden. Zeigen die autonomen Faktoren einen Entzug an Zentralbankliquidität an, muss das Eurosystem diesem prinzipiell entgegenwirken, damit die Banken ihr Mindestreservesoll im Durch-

schnitt der Erfüllungsperiode halten können. Um kontinuierlich eine adäquate Menge an Zentralbankliquidität bereitzustellen, schätzt das Eurosystem fortlaufend den zu erwartenden Liquiditätsbedarf auf Basis von täglichen Prognosen für die autonomen Faktoren, die die NZBen aufgrund ihrer umfangreichen Erfahrungen und ihres spezifischen Wissens über ihre Geschäftspartner erstellen.

Sowohl die Bereitstellung als auch die Absorption von Zentralbankgeld durch das Eurosystem erfolgt in aller Regel durch befristete Transaktionen. Die Versorgung mit Zentralbankgeld erfolgt dabei – je nach Entscheidung der beteiligten NZB – als zeitlich befristeter Kauf notenbankfähiger Sicherheiten mit Rückkaufsvereinbarung oder als befristetes Kreditgeschäft gegen Verpfändung von Sicherheiten. Die Bundesbank beispielsweise wickelt ihre Liquidität zuführenden Geschäfte grundsätzlich als Kredit gegen Sicherheit ab.

*Befristete Transaktionen für die Liquiditätsbereitstellung ...*

Der ganz überwiegende Teil der befristeten Zentralbankgeldbereitstellung erfolgt im Wege der Versteigerung. Dabei wird zwischen kurzlaufenden Hauptrefinanzierungsgeschäften und längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, sogenannten „Basistendern“, unterschieden. Während erstere wöchentlich durchgeführt werden und mittlerweile eine Laufzeit von einer Woche besitzen, werden letztere in der Regel monatlich ausgeschrieben und laufen drei Monate. In beiden Fällen bieten die Banken für eine von ihnen gewünschte Menge an Liquidität unter Angabe eines Zinssatzes (Zinstender). Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind das zentrale Instrument des Eurosystems für die

*... vor allem als Hauptrefinanzierungsgeschäft ...*

Steuerung des kurzfristigen Geldmarktzins und der Bankenliquidität. Im Rahmen seiner Leitzinsentscheidungen legt der EZB-Rat bei dem für Hauptrefinanzierungsgeschäfte gegenwärtig praktizierten Zinstender auch den Mindestbietungssatz für diese Geschäfte fest. Das konkrete Zuteilungsvolumen richtet sich dann nach den aktuellen Liquiditätsbedürfnissen des Bankensystems, welche im Rahmen der Liquiditätsschätzung ermittelt werden.

*... oder als  
Basistender*

Dagegen teilt das Eurosystem im Fall der Basistender ein vorab bekanntgegebenes Volumen zu, ohne den Banken über die Festlegung eines etwaigen Mindestbietungssatzes eine Zinsuntergrenze vorzugeben. Durch diese Ausgestaltung wird erreicht, dass es sich beim Zuteilungssatz um einen ausschließlich marktbestimmten Zinssatz handelt.

*Feinsteuering-  
operationen*

Darüber hinaus kann das Eurosystem sogenannte Feinsteueringoperationen durchführen, insbesondere um zügig Liquiditätsungleichgewichte zu beseitigen. Diese Operationen werden nur mit einem relativ kleinen Kreis geldmarktaktiver Banken getätigt, so dass Liquidität taggleich zur Verfügung gestellt oder entzogen werden kann.

*Ständige  
Fazilitäten*

Schließlich umfasst das Instrumentarium auch zwei ständige Fazilitäten, auf die die Banken von sich aus zurückgreifen können: Die Spitzenrefinanzierungsfazilität bietet ihnen die Möglichkeit, im Rahmen ihrer bei der Notenbank hinterlegten Sicherheiten Übernachtskredit aufzunehmen, während die Einlagefazilität es ihnen erlaubt, Zentralbankgeld über Nacht verzinslich beim Eurosystem einzulegen. Die beiden entsprechenden Zinssätze

formen einen üblicherweise symmetrischen Korridor um den Mindestbietungssatz des Hauptrefinanzierungsgeschäfts: Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet die Obergrenze und der Zinssatz der Einlagefazilität die Untergrenze des Tagesgeldsatzes.

Seit Beginn der Währungsunion hat es im Bereich der operativen Umsetzung der Geldpolitik des Eurosystems einige Anpassungen gegeben. Sie betreffen im Wesentlichen zum einen die zeitliche Synchronisierung von Mindestreserveperiode, geldpolitischer Sitzung des EZB-Rats und Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie zum anderen die Art der Sicherheiten, die für die Refinanzierung genutzt werden können.

Zunächst reichte die Mindestreserveperiode – unabhängig vom Sitzungskalender des EZB-Rats – vom 24. Kalendertag eines Monats bis zum 23. Kalendertag des Folgemonats, so dass etwaige Änderungen der Leitzinsen innerhalb der Reserveperiode und während der Laufzeit der ursprünglich zweiwöchigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte wirksam wurden. Hierdurch war das Bietungsverhalten der Geschäftspartner des Eurosystems von deren Zinserwartungen geprägt. So kam es beispielsweise in einem Umfeld starker Zinssenkungserwartungen häufig zu Unterbietungen, was die Liquiditätssteuerung des Eurosystems sehr erschwerte.

Im März 2004 wurde daher die Erfüllungsperiode mit der monatlichen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats zeitlich synchronisiert. Da im Normalfall Anpassungen der Notenbankzinsen außerhalb dieses Sitzungsrhythmus

*Änderungen  
bei der  
Umsetzung  
der Geldpolitik*

*Mindest-  
reserveperiode  
und Haupt-  
refinanzierungs-  
geschäft ...*

*... zeitlich  
mit der  
geldpolitischen  
Sitzung des  
EZB-Rats  
synchronisiert*

nicht erfolgen, werden Änderungen der Zinssätze für Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der ständigen Fazilitäten nun erst mit dem Beginn der neuen Erfüllungsperiode wirksam. Die zusätzlich vorgenommene Verkürzung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte von zwei Wochen auf eine Woche führte dazu, dass die Laufzeit von Hauptrefinanzierungsoperationen nicht in die nachfolgende Mindestreserveperiode überhängt. Durch diese Maßnahmen konnte der Einfluss von Zinsänderungserwartungen auf das Bietungsverhalten der Banken in den Hauptrefinanzierungsgeschäften deutlich reduziert werden.

*Sicherheits-  
rahmen ...*

Die notenbankfähigen Sicherheiten für das Kreditgeschäft mit dem Eurosystem waren zu Beginn der Währungsunion in zwei Kategorien unterteilt. Zur ersten Kategorie zählten marktfähige Schuldtitel, die vom EZB-Rat festgelegte, einheitliche und im gesamten Euro-Währungsgebiet geltende Zulassungskriterien erfüllten. Die zweite Kategorie umfasste marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten, die für die jeweiligen nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung waren und für die die NZBen die Zulassungskriterien im Einklang mit EZB-Mindeststandards festlegten. So hatte zum Beispiel die Bundesbank bei den von ihr zu bestimmenden Kategorie-2-Sicherheiten – anknüpfend an ihre Tradition des Rediskontgeschäfts – den Schwerpunkt auf die Einbeziehung von Wirtschaftskrediten gelegt.

*... wurde 2007  
vereinheitlicht*

Im Zuge der zunehmenden Integration der europäischen Finanzmärkte, der intensivierten grenzüberschreitenden Aktivitäten der

Banken sowie aus Gründen der Transparenz und der Wettbewerbsgleichheit unter den Geschäftspartnern des Eurosystems wurde der aus zwei Kategorien bestehende Sicherheitenrahmen zum 1. Januar 2007 vereinheitlicht. Dabei fanden auch Anregungen der Marktteilnehmer Berücksichtigung, die zuvor im Rahmen einer öffentlichen Konsultation gesammelt wurden. Insbesondere mit der Aufnahme von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Emittenten aus den USA, Japan, Kanada und der Schweiz sowie der Akzeptanz der Kreditforderungen im gesamten Euro-Währungsgebiet als Sicherheit hat das Eurosystem den Kreis der notenbankfähigen Sicherheiten deutlich vergrößert.

Auch die Entscheidungen des EZB-Rats im Hinblick auf die konkrete Ausgestaltung und Nutzung des geldpolitischen Instrumentariums werden in enger Kooperation zwischen allen Notenbanken des Eurosystems in Ausschüssen und Arbeitsgruppen vorbereitet. Hierdurch wird sichergestellt, dass die Expertise aller Beteiligten bei Entscheidungen über die praktische Umsetzung der Geldpolitik genutzt wird. Dies gilt besonders für die breite und tiefe Marktkenntnis, über die die NZBen aus ihren direkten Geschäftsbeziehungen im Rahmen der Refinanzierung und der Anlage der Währungsreserven verfügen.

Das Arbeitskomitee für die Vorbereitung von EZB-Ratsbeschlüssen zu Fragen der Implementierung der Geldpolitik ist der Marktausschuss (Market Operations Committee: MOC), dem Mitarbeiter der EZB und aller NZBen des Eurosystems angehören. Das MOC bewertet fortlaufend die Effizienz des

*Vorbereitung  
der praktischen  
Implementierung der  
Geldpolitik ...*

*... insbesondere  
im Marktausschuss des  
Eurosystems*

geldpolitischen Handlungsrahmens und erörtert Fragen von praktischer und technischer Relevanz für die Durchführung der Geldpolitik. Hierunter fallen beispielsweise Fragen zur adäquaten Ausgestaltung von Tenderverfahren, zur Aufteilung des benötigten Refinanzierungsvolumens auf die verschiedenen Refinanzierungsinstrumente, zur Abgrenzung und Risikokontrolle für notenbankfähige Sicherheiten oder zur Anlage der EZB-Währungsreserven. Ähnlich wie beim MPC arbeiten auch dem MOC zahlreiche Unterausschüsse zu, wie zum Beispiel die Arbeitsgruppe für die Instrumente der Geld- und Währungspolitik (Working Group on Monetary and Exchange Rate Policy Instruments: WGME) oder die Arbeitsgruppe für Operationen mit Fremdwährungsaktiva (Working Group on Operations Involving Foreign Reserve Assets: WGFRA).

## Zusammenfassung

---

Das Eurosystem blickt mittlerweile auf nahezu zehn Jahre erfolgreicher Geldpolitik zurück. Die Jahresinflationsrate lag – trotz wiederholter Preisschübe ausgehend von den Weltmärkten und aufgrund steuerlich bedingter Verteuerungen – im Durchschnitt nur geringfügig über der Stabilitätsmarke von „unter, aber nahe bei 2 %“.

Sowohl die geldpolitische Strategie als auch das geldpolitische Instrumentarium haben sich bewährt und erwiesen sich gleichzeitig als flexibel genug, um auch unter sich verändernden Rahmenbedingungen gut zu

funktionieren. So gewährleistete die breit aufgestellte Zwei-Säulen-Strategie, dass der EZB-Rat bei seinen geldpolitischen Entscheidungen die kürzer- und die längerfristigen Inflationsrisiken berücksichtigte. Gleichzeitig konnte der analytische Werkzeugkasten beider Säulen weiter verbessert und ausgebaut werden. Auch das geldpolitische Instrumentarium funktionierte einwandfrei, was insbesondere in den letzten Monaten deutlich wurde, die durch Geldmarktverwerfungen infolge der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten charakterisiert waren. Das Eurosystem musste in dieser schwierigen Phase seinen Handlungsrahmen bisher nicht anpassen, sondern konnte durch Nutzung der vorhandenen Möglichkeiten und auf Basis des breiten Sicherheitsrahmens schnell, flexibel und effektiv handeln. So stellte es beispielsweise mehr längerfristige Liquidität im Rahmen zusätzlicher Basistender bereit, um eine vorausschauende Liquiditätsplanung der geldpolitischen Geschäftspartner zu unterstützen, und versorgte das Bankensystem durch Feinststeuerungsoperationen schnell und zielgenau mit größeren Mengen an kurzfristig benötigter Liquidität.

Ein wesentliches Merkmal der Geldpolitik des Eurosystems ist die enge Kooperation zwischen allen beteiligten Notenbanken. Sie gewährleistet, dass Entscheidungen auf eine breite fachliche Basis gestellt und nationale Erfahrungen und länderspezifische Kompetenz gebührend berücksichtigt werden. Auf diese Weise wird auch die Akzeptanz der Geldpolitik in den Mitgliedsländern des Eurosystems gestärkt.