

Die Geldpolitik der EZB

2001

2001



Die Geldpolitik der EZB

2001



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

© Europäische Zentralbank, 2001

Anschrift	Kaiserstrasse 29 D-60311 Frankfurt am Main
Postanschrift	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main
Telefon	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

Übersetzt und gedruckt im Auftrag der Deutschen Bundesbank und der Oesterreichischen Nationalbank.

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Für die Erstellung dieser Publikation ist das EZB-Direktorium verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nicht-kommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.

Der Redaktionsschluss für die in dieser Publikation enthaltenen Statistiken war Dezember 2000.

ISBN 92-9181-253-6

Inhalt

Vorwort	7
----------------	---

Kapitel I

<i>Der institutionelle Rahmen der einheitlichen Geldpolitik</i>	9
---	---

Kapitel 2

<i>Die Wirtschafts- und Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets</i>	15
2.1 Wichtige Merkmale der Realwirtschaft	15
2.2 Arbeitsmarkt	17
2.3 Öffentlicher Sektor	19
2.4 Außenhandel	23
2.5 Finanzstruktur	25
2.6 Finanzmärkte	26
2.7 Finanzintermediäre	34

Kapitel 3

<i>Die geldpolitische Strategie der EZB</i>	41
3.1 Preisstabilität – das vorrangige Ziel der einheitlichen Geldpolitik	41
3.2 Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik	45
3.3 Die Analyse der Risiken für die Preisstabilität in der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB	50
3.4 Rechenschaftspflicht, Transparenz und Kommunikation	63

Kapitel 4

<i>Durchführung der Geldpolitik</i>	67
4.1 Allgemeine Grundsätze und Ziele bei der Ausgestaltung des Handlungsrahmens	67
4.2 Überblick über den Handlungsrahmen des Eurosystems	69
4.3 Offenmarktgeschäfte	73
4.4 Mindestreserven	77
4.5 Ständige Fazilitäten	81
4.6 Zentralbankliquidität und Liquiditätsbedarf des Bankensystems	82
4.7 Erfahrungen in den Jahren 1999 und 2000	87

Kapitel 5

Die geldpolitischen Beschlüsse in den Jahren 1999 und 2000 89

5.1 Grundlegende Entwicklungen 89

5.2 Eine erste Bewertung 96

Anhang 1 Auszüge aus dem Vertrag zur Gründung
der Europäischen Gemeinschaft 99

Anhang 2 Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems
der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank 119

Glossar 139

Literaturverzeichnis 157

Index 163

Tabellen

2.1 Schlüsseldaten der Realwirtschaft des Euro-Währungsgebiets
im Jahr 2000 16

2.2 Erwerbsbeteiligung nach Geschlecht und Altersgruppe im
Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten 19

2.3 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2000 23

2.4 Geldvermögen und Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren
im Euro-Währungsgebiet (Stand: Mitte 2000) 28

2.5 Umlauf an kurzfristigen Euro-Schuldverschreibungen von
Ansässigen im Euro-Währungsgebiet 32

2.6 Umlauf an langfristigen Euro-Schuldverschreibungen von
Ansässigen im Euro-Währungsgebiet 32

2.7 Umlauf an Schuldverschreibungen (ohne Fremdwährungs-
anleihen) von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet,
den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2000) 33

2.8 Aktienmarktkapitalisierung im Euro-Währungsgebiet, den
Vereinigten Staaten und Japan 33

2.9 Anzahl der börsennotierten in- und ausländischen
Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, den
Vereinigten Staaten und Japan 34

2.10 Anzahl der Monetären Finanzinstitute im
Euro-Währungsgebiet 35

2.11 Abgrenzungen monetärer Aggregate im
Euro-Währungsgebiet 36

2.12 Bankeinlagen und Bankkredite im Euro-Währungsgebiet,
den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2000) 38

3.1	Für das Jahr 2001 geltende Gewichte der Hauptkomponenten des HVPI	44
4.1	Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten des Eurosystems	70
4.2	In die Reservebasis einbezogene Verbindlichkeiten der Kreditinstitute	78
4.3	Zentralbankbilanzstruktur	83
4.4	Beiträge zur Liquidität des Bankensystems	85

Abbildungen

1.1	Europäisches System der Zentralbanken	10
2.1	Gliederung der Gesamtbevölkerung im Jahr 2000 nach Alter	17
2.2	Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan	18
2.3	Öffentliches Defizit und öffentliche Verschuldung im Euro-Währungsgebiet	20
2.4	Gewichte am Außenhandel und am effektiven Wechselkurs der 20 wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets	24
2.5	Funktionen von Finanzsystemen	26
2.6	Anteile der Komponenten von M3 in % am Jahresende 2000	37
2.7	Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) am Jahresende 2000	38
3.1	Vereinfachte Darstellung des Transmissionsmechanismus von den Zinssätzen zu den Preisen	48
3.2	Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie der EZB	52
4.1	EZB-Schlüsselinssätze und Tagesgeldsatz EONIA	72
4.2	Die Funktionsweise des Mindestreservesystems des Eurosystems	80
4.3	Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in den Jahren 1999 und 2000	81
4.4	Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode	82
4.5	Volumen der Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte	86
4.6	Reserve-Soll und autonome Faktoren	86
5.1	M3-Wachstum und der Referenzwert	90
5.2	MI und Kredite an den privaten Sektor	91
5.3	Teuerungsrate nach dem HVPI	92
5.4	Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro und Ölpreise	93
5.5	Reales BIP, Industrieproduktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet	94

Kästen

2.1	Institutionelle Regelungen für solide öffentliche Finanzen auf EU-Ebene	21
2.2	Finanzmärkte: Wichtige Begriffe	30
2.3	Monetäre Aggregate	36
3.1	Konstruktion und Merkmale des HVPI	44
3.2	Alternative geldpolitische Strategien	54
3.3	Der Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum	56
3.4	Statistiken im Zusammenhang mit den wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	58
3.5	Öffentlichkeitsarbeit der EZB	64
4.1	Geschäftspartner und Sicherheiten	71
4.2	Arten von Offenmarktgeschäften	76

Vorwort

Nach dem erfolgreichen Abschluss umfangreicher Vorbereitungsarbeiten begann am 1. Januar 1999 die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), und die Europäische Zentralbank (EZB) übernahm die Verantwortung für die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet. Dieses Datum war der Höhepunkt jahrelanger Bemühungen zur Schaffung eines dauerhaften Rahmens für Währungsstabilität in Europa und ein wichtiger Meilenstein auf dem Weg zur wirtschaftlichen und politischen Integration Europas.

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft in der Fassung des Vertrags über die Europäische Union bildet einen stabilen institutionellen Rahmen für die Wirtschaftspolitik in Europa. Innerhalb dieses Rahmens wird die Verantwortung für die Geldpolitik einer unabhängigen Institution, der EZB, übertragen, deren vorrangiges Ziel es ist, die Preisstabilität zu gewährleisten. Die Gewährleistung von Preisstabilität ist der bestmögliche Beitrag der Geldpolitik zu einem stabilen wirtschaftlichen Umfeld, das den höheren Zielen der Europäischen Gemeinschaft, wie wirtschaftliches Wachstum und Schaffung von Arbeitsplätzen, förderlich ist.

Im Jahr 1998 verkündete der EZB-Rat seine geldpolitische Strategie, mit deren Hilfe der im EG-Vertrag festgelegte Auftrag erfüllt werden soll. Diese Strategie beinhaltet eine quantitative Definition des Preisstabilitätsziels, die als Anker für Inflationserwartungen dient und einen Richtwert markiert, an dem die Öffentlichkeit den Erfolg der EZB messen kann. Bei der Bekanntgabe dieser Definition betonte der EZB-Rat, dass Preisstabilität mittelfristig gewährleistet werden muss. Darüber hinaus beschreibt die Strategie den Analyserahmen, an dem sich der EZB-Rat bei seinen Beschlüssen zur Gewährleistung der Preisstabilität orientiert. Die Beurteilung der Inflationsrisiken beruht auf zwei Säulen. Die erste Säule weist der Geldmenge eine herausragende Rolle zu, u. a. durch die Bekanntgabe eines Referenzwerts für das Geldmengenwachstum. Dies spiegelt wider, dass Inflation auf mittlere bis lange Sicht monetäre Ursachen hat. Im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie beobachtet und analysiert der EZB-Rat regelmäßig eine Vielzahl weiterer Wirtschafts- und Finanzindikatoren, die kurz- und mittelfristig die Preisentwicklung beeinflussen.

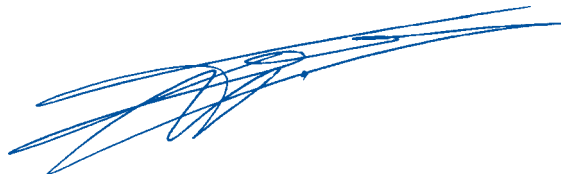
Eine angemessene Geldpolitik in einem unsicheren Umfeld zu betreiben, ist eine Herausforderung für jede Zentralbank. Unsicherheiten über die wirtschaftlichen Beziehungen und mögliche Änderungen in der Wirtschaftsstruktur werden in einem neuen und vielschichtigen Währungsraum besonders deutlich. Die geldpolitische Strategie der EZB bildet eine solide Grundlage, um solchen Unsicherheiten zu begegnen.

Es überrascht nicht, dass der geldpolitische Ansatz der EZB großes Interesse hervorgerufen hat und Gegenstand intensiver Prüfungen wurde. Mit dem vorliegenden Werk soll der Öffentlichkeit ein umfassender Überblick über

die Geldpolitik der EZB und deren wirtschaftlichen und institutionellen Hintergrund gegeben werden. Es sollte als Ergänzung zu den regelmäßigen Veröffentlichungen der EZB wie dem Monats- und Jahresbericht bzw. diversen anderen Veröffentlichungen der EZB zu bestimmten Themen verstanden werden. Alle Veröffentlichungen sind darüber hinaus auf der EZB-Website abrufbar (<http://www.ecb.int>).

Die vorliegende Veröffentlichung ist wie folgt gegliedert: In Kapitel 1 sind die zum Verständnis der Geldpolitik der EZB wesentlichen institutionellen Aspekte zusammengefasst; Kapitel 2 vermittelt einen Überblick über die wichtigsten Wirtschafts- und Finanzstrukturen des Euro-Währungsgebiets; in Kapitel 3 wird die geldpolitische Strategie der EZB beschrieben; in Kapitel 4 wird erläutert, wie die geldpolitischen Beschlüsse mit Hilfe der zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente umgesetzt werden; und in Kapitel 5 wird die Durchführung der Geldpolitik in den beiden ersten Jahren der dritten Stufe der WWU dargestellt.

Frankfurt am Main, August 2001



Willem F. Duisenberg

I Der institutionelle Rahmen der einheitlichen Geldpolitik

Am 1. Januar 1999 übernahm die Europäische Zentralbank (EZB) die Verantwortung für die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, dem zweitgrößten Wirtschaftsraum der Welt nach den Vereinigten Staaten. Die Übertragung der geldpolitischen Verantwortung von elf nationalen Zentralbanken – aus denen am 1. Januar 2001 durch den Beitritt Griechenlands zwölf wurden – auf eine neue supranationale Institution war ein Meilenstein in einem langen und schwierigen Integrationsprozess zwischen europäischen Ländern. Vor der Einführung des Euro mussten alle Beitrittskandidaten eine Reihe von Konvergenzkriterien erfüllen, die darauf abzielten, wirtschaftliche und rechtliche Voraussetzungen für eine erfolgreiche Teilnahme an einer stabilitätsorientierten Währungsunion zu schaffen. In diesem Kapitel werden die für das Verständnis der EZB-Geldpolitik wesentlichen institutionellen Aspekte behandelt.

Die EZB, das ESZB und das Eurosystem

Die rechtliche Grundlage für die einheitliche Geldpolitik ist der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (in der geänderten Fassung). (Die maßgeblichen Rechtsvorschriften sind in Anhang 1 und 2 aufgeführt.)

Durch den EG-Vertrag und die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung), die diesem Vertrag als Protokoll beigefügt ist, wurden mit Wirkung vom 1. Juni 1998 sowohl die EZB als auch das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) errichtet. Das ESZB setzt sich aus der EZB und den nationalen Zentralbanken (NZBen) aller EU-Mitgliedstaaten zusammen.¹

Die NZBen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro nicht eingeführt haben (2001 waren dies Dänemark, Schweden und das Vereinigte Königreich), gehören dem ESZB an, sind aber nicht an geldpolitischen Beschlüssen für das Euro-Währungsgebiet² oder an der praktischen Durchführung dieser Beschlüsse beteiligt. Aus diesem Grund entschieden sich die Beschlussorgane der EZB für den Begriff „Eurosystem“, um die Vereinbarung zu bezeichnen, nach der die EZB und die NZBen der teilnehmenden Mitgliedstaaten die Aufgaben des ESZB innerhalb des Euro-Währungsgebiets erfüllen (siehe Abbildung I.1).

Die Ziele der einheitlichen Geldpolitik und die vom Eurosystem durchzuführenden Aufgaben

Der EG-Vertrag (Artikel 105 Absatz 1) – der sich auf das ESZB und nicht auf das Eurosystem bezieht, da er auf der Annahme beruhte, dass letztendlich sämtliche Mitgliedstaaten den Euro einführen würden – besagt, dass es „das vorrangige Ziel des ESZB ist (...), die Preisstabilität zu gewährleisten“ und

1 Im Gegensatz zum ESZB als Ganzem wurde die EZB durch den EG-Vertrag mit einer Rechtspersönlichkeit ausgestattet. Die einzelnen NZBen besitzen eigenständige Rechtspersönlichkeit gemäß dem jeweils geltenden innerstaatlichen Recht.

2 Der Ausdruck „Euro-Währungsgebiet“ bezieht sich auf diejenigen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben.

Der EG-Vertrag ist die rechtliche Grundlage für die einheitliche Geldpolitik...

...und errichtete die EZB und das ESZB

Das Eurosystem

Herausragende Rolle der Preisstabilität

Abbildung 1.1



dass das ESZB, „soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, (...) die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft“ unterstützt, „um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen“. In diesem Zusammenhang nennt Artikel 2 des EG-Vertrags als Ziele der Gemeinschaft u. a. „ein hohes Beschäftigungsniveau (...), ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum, einen hohen Grad von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen“. Der EG-Vertrag stellt somit eine deutliche Rangfolge der Ziele für die EZB auf und weist der Preisstabilität eine herausragende Rolle zu. Dadurch, dass der EG-Vertrag das Hauptaugenmerk der EZB-Geldpolitik auf dieses vorrangige Ziel richtet, wird verdeutlicht, dass er die Gewährleistung der Preisstabilität als wichtigsten Beitrag ansieht, den die Geldpolitik zur Erreichung eines gesunden wirtschaftlichen Umfelds und eines hohen Beschäftigungsniveaus leisten kann.

Gemäß dem EG-Vertrag (Artikel 105 Absatz 2) und der ESZB-Satzung (Artikel 3) bestehen die grundlegenden Aufgaben des Eurosystems darin,

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

Die EZB hat das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Banknoten innerhalb des Euroraums zu genehmigen. In Zusammenarbeit mit den NZBen

Grundlegende
Aufgaben des
Eurosystems

erhebt die EZB entweder von nationalen Stellen oder direkt von den Wirtschaftsakteuren die für die Geldpolitik notwendigen statistischen Daten. Darüber hinaus trägt das Eurosystem zur reibungslosen Durchführung der Maßnahmen bei, die von Behörden ergriffen werden, deren Aufgabe es ist, Kreditinstitute zu beaufsichtigen und die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Gemäß Artikel 6 der ESZB-Satzung sind die EZB und, soweit diese zustimmt, die nationalen Zentralbanken befugt, sich an internationalen Währungseinrichtungen zu beteiligen. Die EZB entscheidet, wie das Eurosystem im Bereich der internationalen Zusammenarbeit vertreten wird.

Die Beschlussorgane der EZB

Es gibt zwei Beschlussorgane der EZB, die für die Vorbereitung, Durchführung und Umsetzung der einheitlichen Währungspolitik verantwortlich sind: den EZB-Rat und das EZB-Direktorium.

Der EZB-Rat besteht aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums und den Gouverneuren der NZBen des Euro-Währungsgebiets (zwölf Gouverneure im Jahre 2001). Sowohl dem EZB-Rat als auch dem Direktorium steht der Präsident oder, in dessen Abwesenheit, der Vize-Präsident der EZB vor. Die Hauptaufgaben des EZB-Rats bestehen darin,

- die Leitlinien und Entscheidungen zu erlassen, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem Eurosystem übertragenen Aufgaben zu gewährleisten, und
- die Geldpolitik des Euroraums festzulegen.

Gemäß ESZB-Satzung (Artikel 12.1) gehört zur Festlegung der Geldpolitik des Euroraums, Entscheidungen in Bezug auf „geldpolitische Zwischenziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld“ im Eurosystem zu treffen. Darüber hinaus erlässt der EZB-Rat die für die Ausführung dieser Entscheidungen notwendigen Leitlinien.

Dem Direktorium gehören der Präsident und der Vizepräsident der EZB sowie vier weitere Mitglieder an, die alle einvernehmlich von den Staats- und Regierungschefs der Länder des Euroraums ernannt werden. Das Direktorium

- bereitet die Sitzungen des EZB-Rats vor,
- führt die Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rats aus und erteilt hierzu den nationalen Zentralbanken des Euroraums die erforderlichen Weisungen,
- ist für die Führung der laufenden Geschäfte der EZB verantwortlich und
- übt bestimmte, vom EZB-Rat übertragene Befugnisse aus, einschließlich bestimmter Befugnisse normativer Art.³

³ Ein drittes Beschlussorgan der EZB ist der Erweiterte Rat. Er besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Gouverneuren der NZBen sämtlicher EU-Mitgliedstaaten (15 im Jahr 2001). Der Erweiterte Rat wird so lange Bestand haben, wie es Mitgliedstaaten gibt, die den Euro noch nicht als ihre Währung eingeführt haben. Der Erweiterte Rat trägt zwar keinerlei Verantwortung für die geldpolitischen Entscheidungen im Euro-Währungsgebiet, aber er wirkt bei der Erhebung statistischer Daten mit und hilft bei den notwendigen Vorbereitungen zur unwiderruflichen Festlegung der Wechselkurse von Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben.

EZB-Rat

EZB-Direktorium

Zentralbankunabhängigkeit

Politische Unabhängigkeit

Der institutionelle Rahmen für die einheitliche Geldpolitik weist die Aufgabe, das vorrangige Ziel der Preisstabilität zu erreichen, einer Zentralbank zu, die politisch unabhängig ist. Eine Vielzahl theoretischer Untersuchungen, gestützt auf umfangreiche empirische Belege, zeigen, dass die Zentralbankunabhängigkeit der Gewährleistung von Preisstabilität förderlich ist.

In Artikel 108 (ex-Artikel 107) des EG-Vertrags (und Artikel 7 der ESZB-Satzung) ist der wichtige Grundsatz der Unabhängigkeit der Zentralbank niedergelegt. Bei der Wahrnehmung der ihnen übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine NZB noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten haben diesen Grundsatz ebenfalls zu beachten und dürfen nicht versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB zu beeinflussen.

Weitere Vorkehrungen zur Wahrung der Unabhängigkeit

Es gibt noch weitere Vorkehrungen zur Wahrung der Unabhängigkeit der EZB und ihrer Beschlussorgane. So werden die Finanzvereinbarungen der EZB von den finanziellen Interessen der Europäischen Gemeinschaft getrennt. Die EZB hat ihren eigenen Haushalt, und ihr Kapital wird von den NZBen des Euroraums gezeichnet und eingezahlt. Lange Amtszeiten der Mitglieder des EZB-Rats und die Vorschrift, dass Mitglieder des Direktoriums nicht wieder ernannt werden können, tragen ebenfalls dazu bei, eine potenzielle politische Einflussnahme auf die einzelnen Mitglieder der EZB-Beschlussorgane möglichst gering zu halten. Darüber hinaus wird die Unabhängigkeit der EZB durch das im EG-Vertrag festgelegte Verbot der Gewährung von Zentralbankkrediten jeglicher Art an öffentliche Stellen gewahrt (siehe Kasten 2.1).

Wechselkurspolitik muss auch auf Preisstabilität ausgerichtet sein

Zudem enthält der EG-Vertrag Bestimmungen, die sicherstellen, dass die einheitliche Wechselkurspolitik das Ziel der Preisstabilität voll und ganz berücksichtigt. Während der EG-Vertrag vorsieht, dass devisenpolitische Entscheidungen gemeinsam vom ECOFIN-Rat und von der EZB zu treffen sind, stellen seine Bestimmungen sicher, dass die Devisenpolitik mit dem vorrangigen Ziel der einheitlichen Geldpolitik in Einklang steht. Erstens wird in Artikel 4 (ex-Artikel 3a) des EG-Vertrags ausdrücklich festgelegt, dass die Gewährleistung der Preisstabilität das vorrangige Ziel einer einheitlichen Geld- sowie Wechselkurspolitik zu sein hat. Zweitens schreibt der EG-Vertrag in Bezug auf den Gesamtrahmen der Wechselkurspolitik vor, dass Entscheidungen auf diesem Gebiet nicht dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität zuwiderlaufen dürfen. Und schließlich liegt die alleinige Verantwortung für den Beschluss und die Durchführung von Devisenmarktgeschäften bei der EZB.

Berichtspflichten

Zwecks Wahrung der Legitimität müssen die von einer unabhängigen Zentralbank im Rahmen ihres Auftrags durchgeführten Maßnahmen von demokratischen Institutionen und der Öffentlichkeit kontrolliert werden können. Ohne die Unabhängigkeit der EZB einzuschränken, ist in Artikel 15 der ESZB-Satzung genau vorgeschrieben, welche Berichtspflichten die EZB zu erfüllen hat. Die EZB hat vierteljährlich Berichte über die Tätigkeiten des Eurosystems sowie wöchentlich einen konsolidierten Ausweis zu veröffentlichen. Darüber hinaus hat sie einen Jahresbericht über ihre Tätigkeiten sowie über die Geldpolitik des vergangenen und des laufenden Jahres zu erstellen. Der Jahresbericht ist dem Europäischen Parlament, dem EU-Rat, der Europäischen Kommission und dem Europäischen Rat vorzulegen. In ihrem Bemühen um eine möglichst große Transparenz hat die EZB beschlossen, über diese satzungsmäßigen Berichtspflichten hinauszugehen (siehe Kapitel 3).

Vorkehrungen für
eine öffentliche
Kontrolle

2 Die Wirtschafts- und Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets

Die Verfolgung des Ziels der Preisstabilität erfordert die Kenntnis der für den Preisbildungsprozess ausschlaggebenden Faktoren, einschließlich der Transmission der Geldpolitik. Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die wichtigsten Wirtschafts- und Finanzstrukturen des Euro-Währungsgebiets. Mit Blick insbesondere auf die Produktionsstruktur, Bevölkerungskennziffern, die wichtigsten Arbeitsmarktbegebenheiten, die Finanzpolitik sowie die Handelsbeziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt wird zunächst auf die Hauptmerkmale der Realwirtschaft eingegangen. Anschließend werden die wichtigsten Merkmale der Finanzstruktur beschrieben, indem die Geld- und Kapitalmärkte sowie die maßgeblich beteiligten Finanzinstitute untersucht werden, wobei zwischen Monetären Finanzinstituten (MFIs) und sonstigen Finanzintermediären unterschieden wird.

2.1 Wichtige Merkmale der Realwirtschaft

Während die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets vor der Gründung der Währungsunion relativ kleine, offene Volkswirtschaften darstellten, bildet das Eurogebiet insgesamt eine große, sehr viel geschlossenere Volkswirtschaft. Daher ist es sinnvoller, die Strukturmerkmale des Euro-raums mit den entsprechenden Merkmalen der Vereinigten Staaten oder Japans zu vergleichen als mit jenen der einzelnen Euro-Länder. Eine Reihe von wichtigen gesamtwirtschaftlichen Merkmalen des Euro-Währungsgebiets sind in Tabelle 2.1 aufgeführt.

Gemessen an der Bevölkerungszahl gehört das Eurogebiet zu den größten entwickelten Wirtschaftsräumen der Welt: Die Gesamtbevölkerungszahl belief sich im Jahr 2000 auf 303 Millionen. Im Vergleich dazu lebten im gleichen Zeitraum in den Vereinigten Staaten 276 Millionen und in Japan 127 Millionen Menschen. Abbildung 2.1 veranschaulicht die unterschiedlichen Altersstrukturen der Bevölkerung des Euroraums und der USA. Die Euro-Länder haben im Durchschnitt einen geringeren Anteil an jungen Menschen und einen höheren Anteil an älteren Menschen als die Vereinigten Staaten.

Gemessen am Anteil am weltweiten BIP stellten die Vereinigten Staaten im Jahr 2000 mit einem Gewicht von 22,0 % die größte Volkswirtschaft dar, gefolgt vom Euro-Währungsgebiet mit 16,0 % und Japan mit 7,3 %. Die Anteile der einzelnen Länder des Euroraums waren erheblich geringer: Auf die größte Volkswirtschaft innerhalb des Eurogebiets entfielen im Jahr 2000 4,6 % des weltweiten BIP.

Die Produktionsstruktur im Euroraum ist den Strukturen in den Vereinigten Staaten und Japan sehr ähnlich. In allen drei Wirtschaftsräumen macht der Dienstleistungssektor den größten Teil der Gesamtproduktion aus. Was die Anteile der öffentlichen Hand und der privaten Wirtschaft am gesamten Dienstleistungssektor angeht, gibt es jedoch einen großen Unterschied zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum. Der öffentliche Dienstleistungssektor ist nämlich in den Vereinigten Staaten im Vergleich

Eurogebiet zählt zu den größten Wirtschaftsräumen der Welt

Bevölkerung

Anteil am weltweiten BIP

Dienstleistungssektor macht größten Anteil am BIP des Euro-gebiets aus

Tabelle 2.1
Schlüsseldaten der Realwirtschaft des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2000

	Einheit	Euro- Währungs- gebiet	Vereinigte Staaten	Japan
Bevölkerung	Mio	303	276	127
BIP (Anteil am weltweiten BIP) ¹⁾	%	16,0	22,0	7,3
BIP pro Kopf ¹⁾	€	22 322	35 034	24 922
Wirtschaftsbereiche ²⁾				
Landwirtschaft, Fischerei, Forstwirtschaft	% des BIP	2,7	1,4	1,7
Industrie (einschließlich Baugewerbe)	% des BIP	28,8	24,7	34,5
Dienstleistungen	% des BIP	68,5	73,9	63,8
Arbeitslosenquote (Anteil an den Erwerbspersonen)	%	8,9	4,0	4,7
Erwerbsteiligung ³⁾	%	67,3	77,2	72,4
Beschäftigungsquote ^{3), 4)}	%	61,2	74,1	68,9
Staat ⁵⁾				
Überschuss (+) oder Defizit (-)	% des BIP	-0,7	2,3	-8,6
Bruttoverschuldung	% des BIP	70,3	57,3	130,4
Einnahmen	% des BIP	47,9	34,0	30,3
darunter: direkte Steuern	% des BIP	13,0	15,5	7,0
darunter: indirekte Steuern	% des BIP	14,2	6,8	8,5
darunter: Sozialabgaben	% des BIP	16,3	7,1	11,0
Ausgaben	% des BIP	48,6	31,7	38,9
darunter: Konsumausgaben	% des BIP	19,8	14,1	16,6
darunter: Sozialtransfers	% des BIP	16,7	10,5	17,5
Ausfuhr von Waren ⁶⁾	% des BIP	14,8	7,8	9,7
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen ⁶⁾	% des BIP	19,1	10,7	11,1
Einfuhr von Waren ⁶⁾	% des BIP	14,3	12,3	7,2
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen ⁶⁾	% des BIP	18,7	14,4	9,7
Ausfuhren (Anteil an den weltweiten Ausfuhren) ⁷⁾	%	19,0	15,0	9,2
Leistungsbilanzsaldo ⁶⁾	% des BIP	-0,7	-4,4	2,5

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

Anmerkung: In den Zahlen für das Euro-Währungsgebiet sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

1) Anteile am BIP basieren auf der Bewertung des BIP des jeweiligen Landes anhand von Kaufkraftparitäten.

2) Gemessen an der realen Wertschöpfung. Angaben für Japan beziehen sich auf 1998 und Angaben für die Vereinigten Staaten auf 1999.

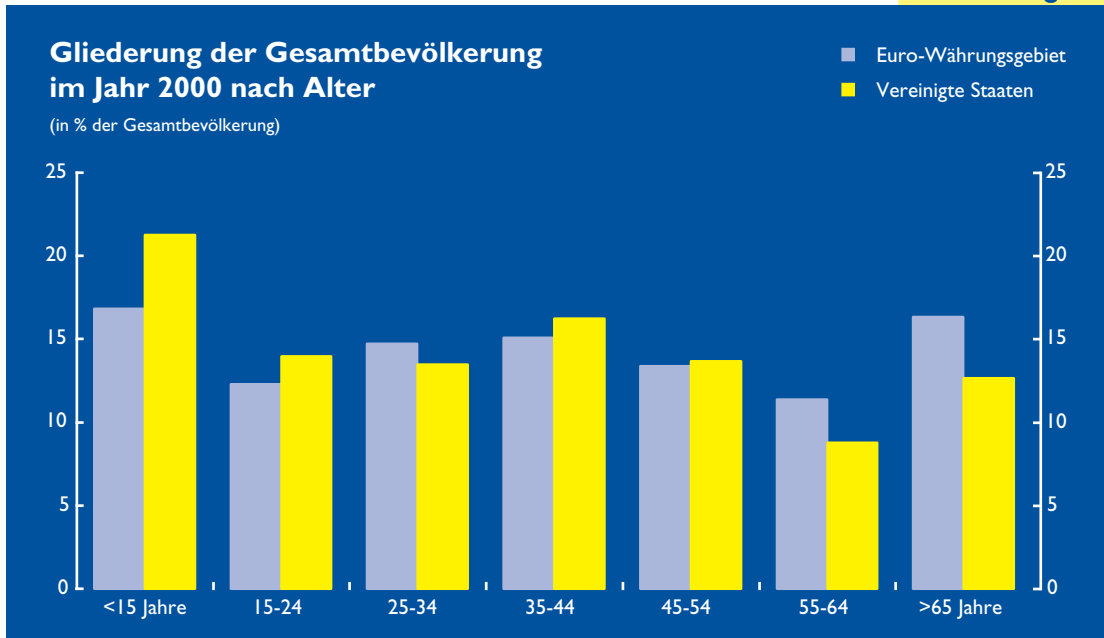
3) Angaben für die Vereinigten Staaten und Japan beziehen sich auf 1998.

4) Prozentualer Anteil der erwerbstätigen Personen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (im Alter von 15 bis 64 Jahren).

5) In den Angaben für das Euro-Währungsgebiet sind die Einnahmen aus den UMTS-Lizenzversteigerungen nicht enthalten.

6) Zahlungsbilanzdaten für das Euro-Währungsgebiet umfassen nur den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Angaben für die Vereinigten Staaten und Japan beziehen sich auf 1999.

7) Außenhandelsstatistik; Angaben zur weltweiten Ausfuhr beinhalten nicht die Handelsströme innerhalb des Euro-Währungsgebiets.



Quellen: Eurostat und US Census Bureau.

zum entsprechenden Sektor im Euro-Währungsgebiet sehr klein. In diesen beiden Volkswirtschaften und in Japan trägt die Industrie den zweitgrößten Teil zur gesamtwirtschaftlichen Erzeugung bei. Angesichts des hohen Entwicklungsstands dieser Volkswirtschaften ist der Anteil von Landwirtschaft, Fischerei und Forstwirtschaft jeweils relativ gering.

2.2 Arbeitsmarkt

Die institutionellen Aspekte von Arbeitsmärkten, darunter Kündigungsschutzbestimmungen, Arbeitslosenunterstützung, der Lohnbildungsprozess und die Besteuerung des Faktors Arbeit, spielen für die wirtschaftliche Entwicklung eine große Rolle. Strukturelle Verkrustungen auf dem Arbeitsmarkt führen beispielsweise zu einer langsameren Reaktion der Wirtschaft auf negative Schocks (z. B. plötzliche Konjunkturreinbrüche). Solche Verkrustungen gehen daher in der Regel mit einer relativ hohen und anhaltenden Arbeitslosigkeit einher. Darüber hinaus begrenzen Verkrustungen auf dem Arbeitsmarkt und die daraus folgende strukturelle Arbeitslosigkeit tendenziell die Dynamik, mit der die Wirtschaft wachsen kann, ohne Inflationsdruck zu erzeugen.

Die Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets (d. h. der Anteil der Arbeitslosen an den Erwerbspersonen) erreichte in den Achtziger- und Neunzigerjahren ein sehr hohes Niveau. Im Jahr 2000 lag sie durchschnittlich nur knapp unter 9,0 %. Dies entsprach etwa 12,2 Millionen Arbeitslosen im gesamten Euro-Währungsgebiet im Jahr 2000. Trotz des Ende der Neunzigerjahre verzeichneten Rückgangs ist die Arbeitslosenquote im Euroraum nach wie vor deutlich höher als in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 2.2).

Strukturelle Verkrustungen können effizientes Funktionieren des Arbeitsmarkts behindern

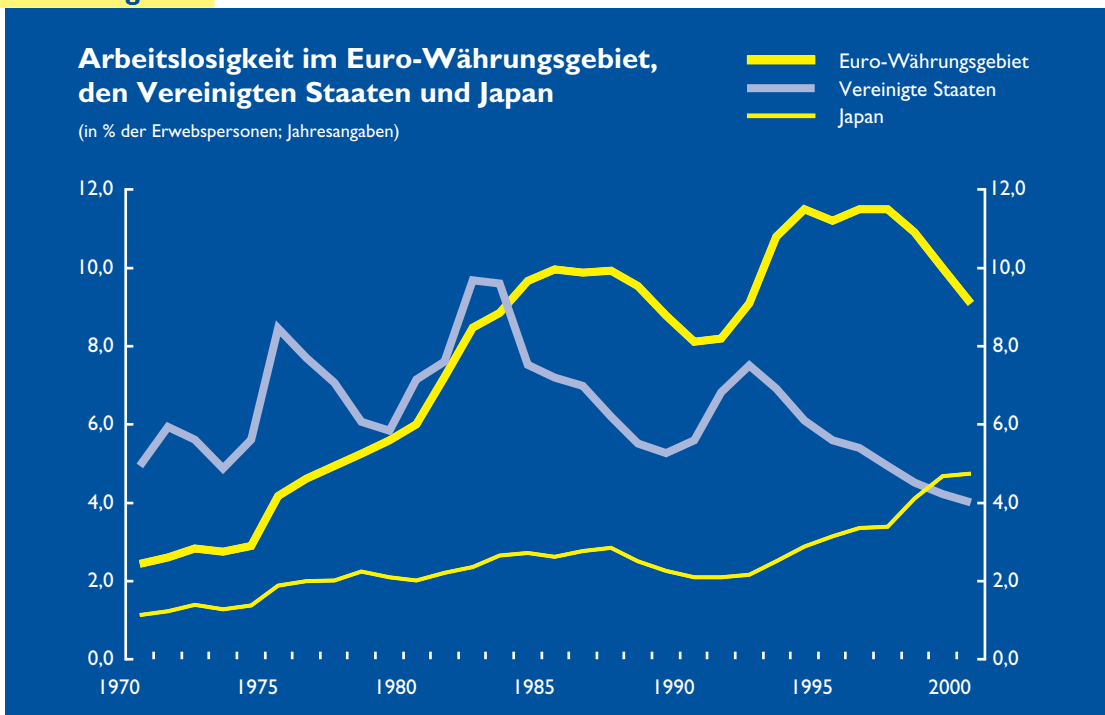
Arbeitslosenquote im Eurogebiet höher als in den USA

Dieses Gefälle ist sowohl auf das Ende der Neunzigerjahre äußerst kräftige Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten als auch auf strukturelle Unterschiede zwischen den Arbeitsmärkten der USA und des Euroraums zurückzuführen. Diese Unterschiede haben zu einer höheren strukturellen Arbeitslosigkeit im Eurogebiet geführt. Im Laufe der Neunzigerjahre wurden im Euroraum Arbeitsmarktreformen durchgeführt, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß. Diese Reformen haben in einigen Ländern zu einem deutlichen Rückgang der Arbeitslosigkeit geführt. Es existieren jedoch immer noch strukturelle Verkrustungen, die auch die im Jahr 2000 nach wie vor hohen Arbeitslosenquoten im Euroraum erklären.

Bemerkenswert ist, dass neben der höheren Arbeitslosenquote die Erwerbsbeteiligung im Jahr 2000 mit 67,3 % im Euroraum deutlich geringer war als in den Vereinigten Staaten (77,2 %) und Japan (72,4 %). Die Differenz zwischen der Erwerbsbeteiligung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten (siehe Tabelle 2.2) war bei den Frauen (mit etwa 13 Prozentpunkten) bedeutend größer als bei den Männern (mit etwa 7 Prozentpunkten). Die im Vergleich zu den USA insgesamt geringere Erwerbsbeteiligung im Euroraum ist weitgehend auf die Unterschiede in der niedrigsten und der höchsten Altersgruppe zurückzuführen – die Erwerbsbeteiligung der 25- bis 54-jährigen ist auf beiden Seiten des Atlantiks weitgehend gleich hoch. Die jüngeren Europäer beteiligen sich im Allgemeinen deutlich weniger am Erwerbsleben als ihre amerikanischen Altersgenossen, was mit den unterschiedlichen Traditionen und Strukturen der Ausbildungs- und Sozial-

Relativ geringe Erwerbsbeteiligung im Euroraum

Abbildung 2.2



Quelle: Europäische Kommission.

Erwerbsbeteiligung nach Geschlecht und Altersgruppe im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten

(in % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter)

Tabelle 2.2

	Euro-Währungsgebiet			Vereinigte Staaten		
	Männer	Frauen	insges.	Männer	Frauen	insges.
Alle						
Altersgruppen	77,0	57,6	67,3	84,2	70,7	77,2
15-24 ¹⁾	47,8	40,9	44,3	68,4	63,3	65,9
25-34	92,1	74,4	83,3	93,2	76,3	84,8
35-44	95,7	73,4	84,5	92,6	77,1	84,9
45-54	90,8	64,2	77,4	89,2	76,2	82,7
55-59	67,1	40,7	53,8	78,4	61,3	69,5
60-64	29,4	12,8	20,8	55,4	39,1	46,9

Quellen: Eurostat und OECD.

Anmerkung: Angaben für die Vereinigten Staaten beziehen sich auf 1999 und Angaben für das Euro-Währungsgebiet auf 2000.

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

systeme zusammenhängen dürfte. Die Menschen im Euroraum scheiden in der Regel auch früher aus dem Erwerbsleben aus als die US-Amerikaner.

Die geringere Erwerbsbeteiligung und die höhere Arbeitslosigkeit führen zu einer im Euro-Währungsgebiet erheblich geringeren Beschäftigungsquote (Anteil der Beschäftigten an den 15- bis 64-Jährigen) als in den Vereinigten Staaten und Japan. Während sie im Eurogebiet im Jahr 2000 gut 61 % betrug, lag sie in den Vereinigten Staaten und Japan bei über bzw. knapp unter 70 % (siehe Tabelle 2.1). Die niedrigere Beschäftigungsquote ist einer der Hauptgründe, weshalb das BIP pro Kopf im Euroraum niedriger ausfällt als in den Vereinigten Staaten und Japan.

2.3 Öffentlicher Sektor

Die Finanzpolitik übt einen großen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum und die Teuerungsrate aus. Daher ist es wichtig, dass geldpolitische Entscheidungsträger wie die EZB die finanzpolitische Entwicklung genau verfolgen. Es gibt viele Kanäle, über welche die Konjunktur und die Preise von der Finanzpolitik beeinflusst werden. Wichtige Variablen sind dabei die Höhe und Zusammensetzung der Staatsausgaben und -einnahmen sowie Haushaltsdefizite und öffentliche Verschuldung.

Die Haushaltspolitik obliegt in der dritten Stufe der WWU weiterhin ausschließlich den Mitgliedstaaten. Es gibt jedoch eine Reihe institutioneller Vereinbarungen zur Gewährleistung gesunder öffentlicher Finanzen auf EU-Ebene (siehe Kasten 2.1). Insbesondere der *Stabilitäts- und Wachstumspakt* zielt darauf ab, die Risiken für die Preisstabilität zu begrenzen, die sich aus den nationalen Finanzpolitiken möglicherweise ergeben. So könnte beispielsweise ein übermäßiger Anstieg der Staatsausgaben zu einem Zeitpunkt, zu

Relativ niedrige Beschäftigungsquote im Euroraum

Einfluss der Finanzpolitik auf die Volkswirtschaft

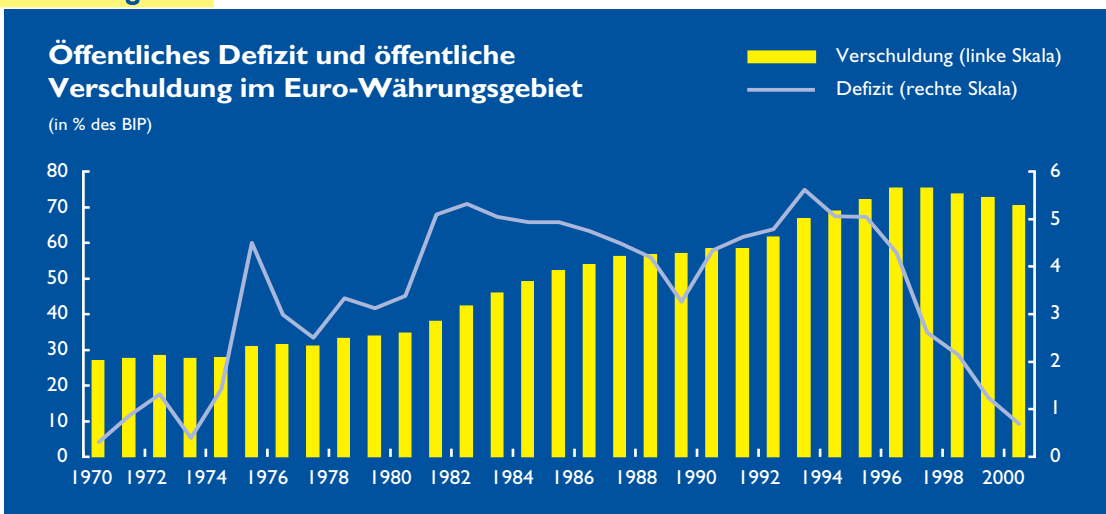
Gesunde Finanzpolitik als Voraussetzung für gesamtwirtschaftliche Stabilität

Der relativ hohe Anteil der Staatsausgaben am BIP im Eurogebiet...

dem die Kapazitäten in der Wirtschaft bereits nahezu erschöpft sind, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage weiter stärken, Engpässe herbeiführen und einen Inflationsdruck erzeugen. Finanzielle Ungleichgewichte in Form von hohen Haushaltsdefiziten und einer steigenden öffentlichen Verschuldung haben viele Inflationsphasen in der Geschichte gekennzeichnet. Daher ist Haushaltsdisziplin eine grundlegende Voraussetzung für gesamtwirtschaftliche Stabilität. Ebenso wie ein unausgeglichener Haushalt kann auch eine hohe Staatverschuldung die Stabilität beeinträchtigen. Wenn ein Staat Jahr für Jahr beträchtliche Zinsausgaben hat, kann es vorkommen, dass die Haushaltslage auf Dauer nicht mehr tragbar ist, was zur Gefährdung der Preisstabilität führen kann. Eine hohe Verschuldung kann außerdem negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft und das finanzielle Umfeld haben. Vor allem eine übermäßige Beanspruchung der Kapitalmärkte durch die öffentlichen Haushalte führt tendenziell zu höheren Kapitalkosten, was wiederum zu einer Verdrängung privater Investitionen führen kann. Angesichts der denkbaren Probleme im Zusammenhang mit Haushaltsungleichgewichten stellt der Stabilitäts- und Wachstumspakt eine wesentliche Verpflichtung zu einer der gesamtwirtschaftlichen Stabilität förderlichen Finanzpolitik dar.

Im Euroraum macht der öffentliche Sektor (d. h. Bund, Länder und Gemeinden sowie der Sozialversicherungsbereich) einen größeren Teil der Wirtschaft aus als in den Vereinigten Staaten und in Japan. Der Anteil der Staatsausgaben am BIP belief sich im Eurogebiet im Jahr 2000 auf 48,6 % und der Anteil der Staatseinnahmen am BIP auf 47,9 %. Demgegenüber entfielen in den Vereinigten Staaten auf den öffentlichen Sektor etwa 32 % des BIP im Hinblick auf die Ausgaben und rund 34 % des BIP im Hinblick auf die Einnahmen. Japan verzeichnete im Jahr 2000 einen Anteil der Staatsausgaben am BIP in Höhe von etwa 39 % und einen Anteil der Staatseinnahmen am BIP von rund 30 %, was ein großes öffentliches Defizit aufzeigt (siehe Tabelle 2.1).

Abbildung 2.3



Quellen: Europäische Kommission, OECD und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den Angaben zum Defizit im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2000 sind die Einnahmen aus den UMTS-Lizenzversteigerungen nicht enthalten.

Institutionelle Regelungen für solide öffentliche Finanzen auf EU-Ebene

Nach dem EG-Vertrag wird zwar eine einheitliche Geldpolitik eingeführt, aber andere Teilbereiche der Wirtschaftspolitik (z. B. die Finanz- und Strukturpolitik) bleiben in nationaler Verantwortung. Allerdings schreibt der Vertrag vor: „Die Mitgliedstaaten betrachten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ (Artikel 99 (ex-Artikel 103) des EG-Vertrags).

Da die nationalen Regierungen für die Finanzpolitik verantwortlich bleiben, enthält der EG-Vertrag darüber hinaus mehrere Bestimmungen, die solide Staatsfinanzen in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion sicherstellen sollen. Eine Bestimmung bezieht sich auf das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gemäß Artikel 104 (ex-Artikel 104c) und einem Protokoll im Anhang zum EG-Vertrag. Dieses Verfahren legt fest, welche Bedingungen erfüllt sein müssen, damit ein Haushalt als solide angesehen wird. Entscheidet der Rat der Europäischen Union, dass in einem bestimmten Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht, so sieht das Verfahren weitere Schritte, darunter auch Sanktionen, vor.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt ergänzt das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit. Die Entschließung des Europäischen Rates zum Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde am 17. Juni 1997 angenommen. Auf der Grundlage der Entschließung verabschiedete der Rat zwei Verordnungen: die „Verordnung des Rates über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken“ und die „Verordnung des Rates über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit“. Diese Bestimmungen legen den Rahmen fest, in dem sich die Mitglieder verpflichtet haben, mittelfristig das Ziel gesunder Staatsfinanzen zu erreichen. Die Mitgliedstaaten haben sich das mittelfristige Ziel eines „nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses“ gesetzt. Dies soll ihnen einen Spielraum geben, auf normale

Konjunkturschwankungen eingehen zu können und dabei die Defizitquote unter dem Referenzwert von 3 % des BIP zu halten.

Im Rahmen der multilateralen Überwachung sind die Mitgliedstaaten des Euroraums verpflichtet, dem Rat der Europäischen Union und der Europäischen Kommission Stabilitätsprogramme vorzulegen. Die nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten haben Konvergenzprogramme einzureichen. Beide Programme enthalten die Angaben, die benötigt werden, um die mittelfristig ins Auge gefassten Haushaltsanpassungen zur Erreichung eines nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses beurteilen zu können.

Eine wesentliche Ergänzung dieser Instrumente zur Förderung einer stabilitätsorientierten Finanzpolitik bildet eine Klausel im EG-Vertrag, die die Solidarhaftung für eingegangene Verbindlichkeiten einzelner Mitgliedstaaten untersagt (so genannte „no-bail-out-Klausel“). In Artikel 103 Absatz 1 (ex-Artikel 104b Absatz 1) des EG-Vertrags heißt es: „Die Gemeinschaft haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein (...). Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.“ Diese Klausel gewährleistet, dass die Rückzahlung öffentlicher Schulden in eigenstaatlicher Verantwortung verbleibt. Sie fördert damit eine vernünftige Haushaltspolitik auf einzelstaatlicher Ebene.

Weitere zur Haushaltsdisziplin beitragende Bestimmungen sind das Verbot der monetären Finanzierung von Haushaltsdefiziten sowie jeder Form eines bevorrechtigten Zugangs des öffentlichen Sektors zu Finanzinstituten. Artikel 101 (ex-Artikel 104) des EG-Vertrags verbietet der EZB und den NZBen die monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite durch „Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten“. Artikel 102 (ex-Artikel 104a) des EG-Vertrags untersagt Maßnahmen, die einen bevorrechtigten Zugang staatlicher Stellen und der Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft zu den Finanzinstituten schaffen. Diese Vorschriften fördern nicht nur die Bemühungen um solide Staatsfinanzen und eine vernünftige Finanzpolitik, sondern tragen auch zur Glaubwürdigkeit der einheitlichen Geldpolitik in Bezug auf die Gewährleistung von Preisstabilität bei.

Der EG-Vertrag schreibt zudem vor, dass der Rat der Europäischen Union alljährlich auf

Grundlage einer Empfehlung der Europäischen Kommission die Grundzüge der Wirtschaftspolitik verabschiedet. Diese bilden den Rahmen für die Festlegung wirtschaftspolitischer Ziele und Orientierungen für die Mitgliedstaaten und die Europäische Gemeinschaft. Insofern sich die zu meisternden Herausforderungen und wirtschaftspolitischen Erfordernisse in allen EU-Staaten weitgehend gleichen, stellen die Grundzüge der Wirtschaftspolitik eine Reihe allgemeiner Orientierungen auf, die für alle Mitgliedstaaten gelten. Gleichzeitig tragen sie den Unterschieden zwischen den Mitgliedstaaten hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung und Aussichten sowie ihrer Strukturen und Institutionen insofern Rechnung, als sie auch länderspezifische Empfehlungen enthalten. Gemäß dem EG-Vertrag müssen die Grundzüge der Wirtschaftspolitik die Unabhängigkeit der EZB bei der Verfolgung ihres vorrangigen Ziels, der Gewährleistung von Preisstabilität, respektieren und dürfen nicht versuchen, die Geldpolitik der EZB zu beeinflussen.

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

Staatseinnahmen

Haushaltsdefizit

Der relativ hohe Anteil der Staatsausgaben am BIP im Euroraum spiegelt insbesondere die jeweils hohen Anteile der Konsumausgaben des Staates und der Sozialtransfers an private Haushalte wider. Diese Länderunterschiede werden teilweise durch eine anders gelagerte Aufgabenverteilung zwischen privaten und öffentlichen Haushalten hervorgerufen. Auch die Altersstruktur der Bevölkerung im Euroraum trägt angesichts der Ausprägungen der europäischen Sozialversicherungssysteme zu den hohen Staatsausgaben bei. Wie aus Abbildung 2.1 hervorgeht, ist die Bevölkerung des Euro-Währungsgebiets im Durchschnitt älter als die der Vereinigten Staaten, was sich bei den Ausgaben im Renten- und Gesundheitswesen bemerkbar macht. Solange in den betreffenden Mitgliedstaaten keine Reformmaßnahmen ergriffen werden, wird sich die Situation zukünftig wegen der zu erwartenden Alterung der Bevölkerung im Euroraum verschärfen.

Hinsichtlich der Struktur der Staatseinnahmen stützt sich das Euro-Währungsgebiet stärker auf Sozialbeiträge als dies in den Vereinigten Staaten oder Japan der Fall ist. Ferner dienen indirekte Steuern im Euroraum in höherem Maße als Einnahmequelle, während sich die Vereinigten Staaten – gemessen am gesamten Steueraufkommen – stärker auf direkte Steuern stützen als die Euro-Länder.

Von 1970 bis 2000 lagen die Staatsausgaben im Euro-Währungsgebiet durchweg über den Staatseinnahmen. Dementsprechend verzeichnete die öffentliche Hand in diesem Zeitraum jedes Jahr ein Haushaltsdefizit. 1993 erhöh-

te sich das Defizit auf nahezu 6,0 % des BIP, ging anschließend jedoch allmählich wieder bis auf 0,7 % im Jahr 2000 zurück (siehe Abbildung 2.3).

Die Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte erreichte 1996 im Euro-Währungsgebiet insgesamt einen Höchststand von 75,4 % des BIP, nachdem sie in den vorangegangenen zwei Jahrzehnten stark angestiegen war. Danach verringerte sich der öffentliche Schuldenstand geringfügig und belief sich im Jahr 2000 auf 70,3 % des BIP. In den Vereinigten Staaten war die Bruttoverschuldung des Staates mit 57,3 % des BIP im Jahr 2000 etwas niedriger, während sich der Anteil der öffentlichen Verschuldung am BIP in Japan auf 130,4 % belief.

2.4 Außenhandel

Obleich die Konjunktur im Euroraum erheblich von der weltwirtschaftlichen Entwicklung beeinflusst werden kann, ist das Eurogebiet insgesamt eine viel geschlossenerere Volkswirtschaft als die einzelnen Euro-Länder. Dadurch wird der Einfluss der außenwirtschaftlichen Entwicklung und insbesondere der Einfluss der Preisentwicklung im Ausland auf die inländischen Preise im Euro-Währungsgebiet tendenziell eingeschränkt. Der Öffnungsgrad des Eurogebiets ist dennoch höher als bei den Vereinigten Staaten und Japan. Der Anteil der Ausfuhren bzw. Einfuhren von Waren und Dienstleistungen des Euroraums am BIP lag im Jahr 2000 erheblich über den entsprechenden Zahlen für die Vereinigten Staaten und Japan (siehe Tabelle 2.1).

Was die Handelsstruktur angeht, so entfällt sowohl bei den Ein- als auch bei den Ausfuhren des Euroraums der größte Anteil auf Waren (etwa 75 % im Jahr 2000). Innerhalb dieser Kategorie machen Maschinen und Fahrzeuge nahezu die Hälfte der Ausfuhren aus. Außerdem entfällt auf sie der größte Teil der Wareneinfuhr des Euro-Währungsgebiets (siehe Tabelle 2.3). Die zweitgrößte Komponente sind die sonstigen gewerblichen Erzeugnisse, bei denen der Anteil an den Einfuhren und Ausfuhren weitgehend gleich ist. Auf chemische Erzeugnisse entfielen im Jahr 2000 13,6 % der exportierten, je-

Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte

Volkswirtschaft des Eurogebiets viel geschlossener als in den einzelnen Euro-Ländern

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

Außenhandel des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2000

(in % des gesamten Außenhandels)

	Ausfuhren	Einfuhren
Insgesamt	100	100
<i>darunter:</i>		
Maschinen und Fahrzeuge	46,6	37,8
Chemische Erzeugnisse	13,6	8,5
Rohstoffe	2,0	4,8
Energieträger	2,3	14,4
Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	6,1	5,5
Sonstige gewerbliche Erzeugnisse	26,6	25,4
Sonstige	2,9	3,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Tabelle 2.3

doch nur 8,5 % der importierten Waren. Die Anteile der Rohstoffe und Energieträger an der Einfuhr waren dagegen wesentlich höher als an der Ausfuhr. Vor dem Hintergrund internationaler Arbeitsteilung und der Verfügbarkeit von Rohstoffen im Eurogebiet wird daran deutlich, dass das Euro-Währungsgebiet per saldo eher Rohstoffe und Vorleistungsgüter importiert und sich auf den Export veredelter Waren spezialisiert.

Mit Blick auf die geographische Verteilung des Außenhandels des Euro-Währungsgebiets sind das Vereinigte Königreich, die Vereinigten Staaten, die Schweiz und Japan (in dieser Reihenfolge) als größte Handelspartner des Euroraums zu nennen. Abgesehen von diesen Volkswirtschaften erreichte zwischen 1996 und 1999 kein weiteres Land einen Anteil von mehr als 5 % des Außenhandels des Eurogebiets (siehe Abbildung 2.4). Auf die Russische Föderation und die mittel- und osteuropäischen Staaten entfielen insgesamt 12,8 % des Handels und damit genauso viel wie auf China und alle übrigen asiatischen Länder (ohne Japan).

Es ist anzumerken, dass diese bilateralen Außenhandelsgewichte lediglich den Handel widerspiegeln, der zwischen den Ländern des Eurogebiets und den Ländern außerhalb des Eurogebiets stattgefunden hat. Darin kommt nicht zwangsläufig der Wettbewerb mit Exporteuren und Erzeugern an-

Geographische Verteilung des Außenhandels des Eurogebiets

Effektiver Wechselkurs

Abbildung 2.4

Gewichte am Außenhandel und am effektiven Wechselkurs der 20 wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets

(Durchschnitt, 1996-99)



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

- 1) Gewichte am Außenhandel sind die Summe der Aus- und Einfuhren in % der gesamten Aus- und Einfuhren des Euro-Währungsgebiets (einschließlich Griechenlands).
- 2) Bei den Gewichten, die der Berechnung der Euro-Wechselkursindizes zugrunde liegen, handelt es sich um Gesamtaußenhandelsgewichte, d. h. um einen gewogenen Durchschnitt der Einfuhrgewichte und der doppelten Ausfuhr Gewichte, basierend auf dem Handel mit Industrieerzeugnissen mit Ländern außerhalb des Euroraums. Die doppelte Gewichtung der Ausfuhren trägt Drittmarkteffekten Rechnung, um den Wettbewerb auf den ausländischen Märkten widerzuspiegeln, in dem die Exporteure des Euro-Währungsgebiets mit Erzeugern vor Ort wie auch mit Exporteuren aus Drittländern stehen.
- 3) Sonderverwaltungszone.

rer Länder zum Ausdruck, in dem die Erzeuger aus dem Euroraum auf den Exportmärkten stehen. Solchen „Drittmarkteffekten“ muss bei der Beurteilung der Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums Rechnung getragen werden. Sie sind in der Gewichtung des effektiven Wechselkurses des Euro berücksichtigt. Es ist bemerkenswert, dass die Währungen der Vereinigten Staaten und Japans für den effektiven Wechselkurs des Euro deutlich höher gewichtet werden als dies den bilateralen Außenhandelsgewichten beider Länder entsprechen würde (siehe Abbildung 2.4).

2.5 Finanzstruktur

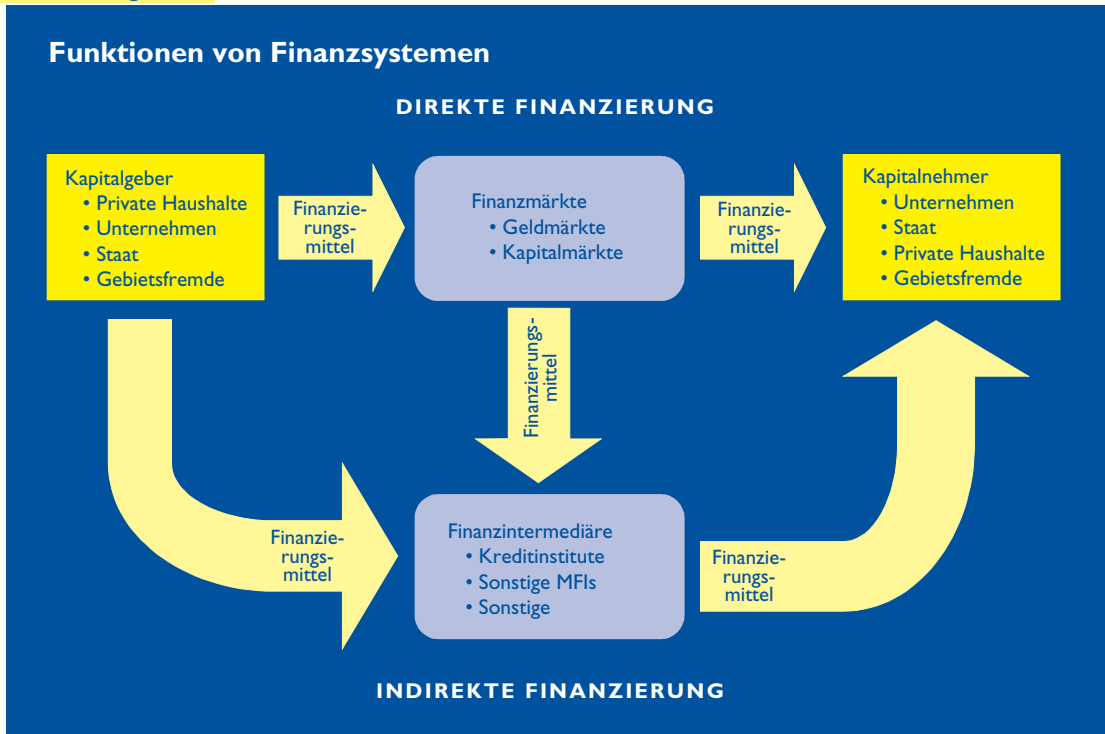
Das Finanzsystem hat die wesentliche wirtschaftliche Funktion, Finanzierungsmittel von denjenigen, die einen Mittelüberschuss angespart haben, da ihre Ausgaben geringer sind als ihre Einnahmen, an jene weiterzuleiten, die Finanzierungsmittel benötigen, weil sie mehr ausgeben wollen als sie einnehmen. Dieser Zusammenhang ist in Abbildung 2.5 schematisch dargestellt. Die wichtigsten Kapitalgeber bzw. Sparer sind die privaten Haushalte, doch auch Unternehmen, der Staat und Gebietsfremde verfügen hin und wieder über Finanzierungsüberschüsse und treten dann als Kapitalgeber auf. Die größten Kapitalnehmer bzw. Mittelverwender im Euro-Währungsgebiet sind Unternehmen und der Staat, wobei jedoch auch private Haushalte und Gebietsfremde Kredite aufnehmen, um ihre Ausgaben zu finanzieren. Die Finanzierungsströme von Kapitalgebern zu Kapitalnehmern erfolgen über zwei Wege. Bei der direkten oder marktbasierter Finanzierung, also dem in Abbildung 2.5 oben dargestellten Finanzierungsweg, nehmen Kapitalnehmer direkt von Kapitalgebern an den Finanzmärkten Kredite auf, indem sie ihnen Finanzinstrumente (auch Wertpapiere genannt) verkaufen, die einen Anspruch auf die zukünftigen Erträge oder Aktiva der Kapitalnehmer begründen. Sofern Finanzintermediäre bei den Finanzierungsströmen mit eingeschaltet sind, hat man es mit indirekter bzw. bankbasierter Finanzierung zu tun (siehe Abbildung 2.5 unten). Bei den Finanzintermediären kann zwischen Kreditinstituten, sonstigen Monetären Finanzinstituten (MFIs) und sonstigen Finanzintermediären unterschieden werden.

Bevor die Finanzmärkte, an denen die direkte Finanzierung erfolgt, und die Finanzintermediäre, die bei der indirekten Finanzierung eine Rolle spielen, genauer beschrieben werden, vermittelt Tabelle 2.4 einen Überblick über die wichtigsten Forderungen und Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet gemessen am Stand von Mitte 2000. Die ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten bilden die „Bestandsgrößen“ in der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung. Die in Tabelle 2.4 ausgewiesenen wichtigsten Forderungen (Bargeld und Einlagen, Wertpapiere ohne Anteilsrechte, börsennotierte Aktien und versicherungstechnische Rückstellungen) beliefen sich Mitte 2000 auf 14 535 Mrd € (rund 230 % des jährlichen BIP im Eurogebiet). Auf Wertpapiere einschließlich börsennotierter Aktien entfiel nahezu die Hälfte dieses Werts, und auf Bargeld und Einlagen ein Drittel. Versicherungstechnische Rückstellungen, die von Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und nichtfinanziellen Kapitalge-

Indirekte und direkte Finanzierung

Wichtigste Forderungen und Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren

Abbildung 2.5



sellschaften für Forderungen von Versicherungsnehmern gebildet werden, stellten ein Fünftel der in der Tabelle aufgeführten wichtigsten Forderungen dar. Die in Tabelle 2.4 enthaltenen wichtigsten Verbindlichkeiten (Kredite und Wertpapiere einschließlich börsennotierter Aktien) beliefen sich Mitte 2000 auf 15 526 Mrd € (250 % des BIP). Dabei machten Wertpapiere einschließlich börsennotierter Aktien mehr als die Hälfte der Finanzierungsquellen der nichtfinanziellen Sektoren aus und Kredite rund 45 %. Beim Großteil der Finanzmittel (fast 90 % der Verbindlichkeiten) betrug die Laufzeiten mehr als ein Jahr.

2.6 Finanzmärkte

Dieser Abschnitt geht auf die wichtigsten Merkmale der Geld-, Renten- und Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet ein. Kasten 2.2 vermittelt einen Überblick über einige wichtige Begriffe im Zusammenhang mit Finanzmärkten.

Der Geldmarkt

Der Geldmarkt spielt bei der Übertragung geldpolitischer Entscheidungen insofern eine entscheidende Rolle, als sich Veränderungen der geldpolitischen Instrumente zuerst auf den Geldmarkt auswirken (siehe Kapitel 4). Eine effiziente Geldpolitik setzt einen tiefen und integrierten Geldmarkt voraus, da dieser eine gleichmäßige Verteilung der Zentralbankliquidität und

Integration des
Geldmarkts

ein homogenes Niveau der kurzfristigen Zinsen im gesamten einheitlichen Währungsraum gewährleistet. Im Euro-Währungsgebiet wurde diese Voraussetzung praktisch unmittelbar von Beginn der dritten Stufe der WWU an erfüllt, als die nationalen Geldmärkte erfolgreich in einen effizienten Geldmarkt für das gesamte Eurogebiet integriert wurden.

Die rasche Integration des euroraumweiten Geldmarkts wurde auch durch die Weiterentwicklung der Infrastruktur der Zahlungsverkehrssysteme gefördert, vor allem durch die Errichtung des TARGET-Systems (Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem), das eine reibungslose Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen ermöglicht. Das TARGET-System verbindet die nationalen Euro-Echtzeit-Bruttosysteme der nationalen Zentralbanken in der EU mit dem Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB. Die Leitung, Steuerung und Kontrolle von TARGET obliegt dem EZB-Rat.

Auf dem Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets gibt es verschiedene „Kassasegmente“. Das wichtigste davon ist der unbesicherte Markt. Dieses Geldmarktsegment dient vorrangig der Steuerung des Liquiditätsbedarfs der Banken, weshalb sich die unbesicherten Transaktionen stark auf den Markt für Tagesgeld konzentrieren. Auf dem unbesicherten Geldmarkt gelten zwei wichtige Referenzzinssätze, und zwar der EONIA (Euro Overnight Index Average) und der EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), die einheitliche Referenzkurse für täglich fällige Gelder und Laufzeiten von bis zu einem Jahr stellen.

Zu den wichtigsten Kassasegmenten des Geldmarkts zählen außerdem der Repomarkt und der Markt für Devisenswaps. Diese beiden Marktsegmente werden als besicherte Märkte bezeichnet, da die Kreditvergabe gegen Hinterlegung von Vermögenswerten als Sicherheiten erfolgt. Die Bedeutung des Repomarkts variiert je nach Euro-Land, was auf den nach wie vor unterschiedlichen Gebrauch hinterlegungsfähiger Sicherheiten in den einzelnen Euro-Ländern zurückzuführen ist. Bei den Repogeschäften ist hauptsächlich eine Konzentration auf Laufzeiten von bis zu einem Monat zu beobachten. Devisenswapgeschäfte erfolgen in der Regel mit Laufzeiten von mehr als drei Monaten.

Neben den oben genannten Kassasegmenten umfasst der Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets auch Derivatemarkte. Die wichtigsten Derivatemarkte sind Zinsswap- und Terminmärkte. Die auf diesen Märkten am häufigsten eingesetzten Instrumente sind EONIA-Swaps und EURIBOR-Terminkontrakte.

Bei den verschiedenen Segmenten des Geldmarkts im Euro-Währungsgebiet entwickelte sich der unbesicherte Markt aufgrund seines hohen Aktivitäts- und Liquiditätsgrads am schnellsten. Unbesicherte Transaktionen machten im Jahr 2000 rund die Hälfte des gesamten Kassamarktumsatzes im Eurogebiet aus. Auf den Repomarkt entfiel etwa ein Drittel des gesamten auf dem Kassamarkt im Euroraum erwirtschafteten Umsatzes. Er erhöhte sich 1999 und 2000 deutlich, was unter anderem auf einen kräftigen Anstieg der grenzüberschreitenden Repogeschäfte zurückzuführen war. Eine Reihe technischer Faktoren wie eine unterschiedliche Gesetzgebung, Dokumen-

Rolle der Zahlungsverkehrssysteme

Unbesicherte Geldmarktsegmente

Besicherte Geldmarktsegmente

Derivatemarkte

Entwicklung des Geldmarkts in den Jahren 1999 und 2000

Tabelle 2.4

Geldvermögen und Finanzierung nichtfinanzieller Sektoren im Euro-Währungsgebiet (Stand: Mitte 2000) ¹⁾

(Bestände)

Ausgewählte Forderungen	Mrd €	%
Insgesamt	14 535	100,0
Bargeld und Einlagen	4 897	33,7
Bargeld	341	2,3
Einlagen bei	4 556	31,3
MFIs im Euro-Währungsgebiet	4 405	30,3
Nicht-MFIs	150	1,0
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	1 592	11,0
Kurzfristig	161	1,1
Langfristig	1 432	9,8
Anteilsrechte ²⁾	4 908	33,8
Börsennotierte Aktien	2 952	20,3
Inwertmentzertifikate	1 956	13,5
darunter: Geldmarktfondsanteile	221	1,5
Versicherungstechnische Rückstellungen	3 138	21,6
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	2 829	19,5
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	309	2,1

Quelle: EZB.

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

2) Ohne nichtbörsennotierte Aktien.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

Tabelle 2.4

Ausgewählte Verbindlichkeiten	Mrd €	%
Insgesamt	15 526	100,0
Kredite	6 951	44,8
a) von		
MFIs im Euro-Währungsgebiet	6 261	40,3
sonstigen Finanzintermediären	690	4,4
b) an		
öffentliche Haushalte (Staat)	885	5,7
kurzfristig	42	0,3
langfristig	844	5,4
nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2 994	19,3
kurzfristig	1 088	7,0
langfristig	1 905	12,3
private Haushalte ³⁾	3 072	19,8
kurzfristig	274	1,8
langfristig	2 798	18,0
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	4 003	25,8
Öffentliche Haushalte (Staat)	3 600	23,2
kurzfristig	425	2,7
langfristig	3 175	20,4
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	403	2,6
kurzfristig	91	0,6
langfristig	312	2,0
Börsennotierte Aktien		
begeben von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	4 157	26,8
Einlagen		
Verbindlichkeiten von Zentralregierungen	148	1,0
Pensionsrückstellungen		
nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	267	1,7

Finanzmärkte: Wichtige Begriffe

Finanzmärkte können nach verschiedenen Kriterien klassifiziert werden, die verschiedene wesentliche Merkmale dieser Märkte beschreiben. Dabei kann die Einteilung danach erfolgen, ob sich eine Finanztransaktion auf den Kauf einer Neuemission bezieht oder auf den Handel zwischen Inhabern von Wertpapieren (**Primär- bzw. Sekundärmarkt**). Der Sekundärmarkt kann wiederum auf zweierlei Art organisiert sein. Eine Möglichkeit besteht darin, institutionalisierte Finanzmärkte einzurichten, in denen Käufer und Verkäufer von Wertpapieren an einem zentralen Ort Geschäfte abschließen (**börslicher Handel**). Die andere Möglichkeit besteht im **außerbörslichen Handel** an verschiedenen Orten, bei dem die Händler, die über einen Wertpapierbestand verfügen, zum Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren zu den von ihnen gestellten Preisen bereit sind.

Eine andere Einteilung orientiert sich an der Ursprungslaufzeit des Finanzinstruments. Im Allgemeinen wird zwischen einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr und von mehr als einem Jahr (**Geld- bzw. Kapitalmarkt**) unterschieden. Der Geldmarkt unterscheidet sich insofern von anderen Finanzmärkten, als er in der Regel ein Interbankenmarkt für Großkunden mit hohem Umsatzvolumen ist. Darüber hinaus kann das Eurosystem durch seine geldpolitischen Geschäfte die Bedingungen am Geldmarkt beeinflussen (siehe Kapitel 4). Die EZB hat das Monopol auf die Versorgung mit Zentralbankgeld, wodurch sie die für die Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet geltenden

Refinanzierungsbedingungen festlegen kann. Auf diese Weise wird wiederum Einfluss auf die Konditionen ausgeübt, zu denen die Kreditinstitute und sonstigen Geldmarktteilnehmer auf dem Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets handeln.

Schließlich wird häufig auch zwischen der Art des Finanzinstruments unterschieden (**Aktien- bzw. Rentenmarkt**). Der Hauptunterschied zwischen Aktien und Schuldverschreibungen besteht darin, dass begebene Aktien nicht getilgt werden müssen, während Schuldverschreibungen finanzielle Forderungen sind, die in der Regel zurückzuzahlen sind (in festgelegten Beträgen und zu einem bestimmten Zinssatz).

Derivate sind Finanzinstrumente, deren Wert sich aus den zugrunde liegenden Wertpapierpreisen, Zinssätzen, Wechselkursen, Marktindizes und Rohstoffpreisen ableitet. Die wichtigsten derivativen Finanzinstrumente sind Terminkontrakte, Optionen, Swaps und Zinsterminkontrakte. So ist beispielsweise der Inhaber einer Kaufoption (Call-Option) bzw. einer Verkaufsoption (Put-Option) berechtigt, aber nicht verpflichtet, die Basiswerte zu einem vereinbarten Ausübungspreis (bis) zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt zu kaufen bzw. zu verkaufen. Durch die Kombination der wichtigsten Kategorien sind viele andere Derivatekontrakte entstanden. Derivatemärkte sind für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte von zentraler Bedeutung, weil sie die Bewertung und Verteilung finanzieller Risiken verbessern.

tation und Tradition in den einzelnen Euro-Ländern schienen jedoch bis Ende 2000 die vollständige Entwicklung eines euroraumweiten Repomarkts behindert zu haben. Von den Derivate-Marktsegmenten hat sich der EONIA-Swapmarkt in den Jahren 1999 und 2000 am schnellsten entwickelt. Einen solchen von hoher Aktivität, Markttiefe und Liquidität geprägten Markt gibt es nur im Euro-Währungsgebiet.

Rentenmarkt

Der Geldmarkt umfasst im weiteren Sinne auch den Markt für kurzfristige Wertpapiere. Der Umlauf an kurzfristigen Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, belief sich Ende 2000 auf nahezu 10 % des BIP und war damit weitgehend unverändert gegenüber 1990 (siehe Tabelle 2.5). Die relative Bedeutung der Emittentengruppen änderte sich jedoch im Laufe der Neunzigerjahre. 1990 waren die meisten dieser Schuldverschreibungen noch Titel des öffentlichen Sektors (7,3 % des BIP). Zehn Jahre später war allerdings der Umlauf der auf Euro lautenden kurzfristigen Schuldverschreibungen des privaten Sektors, vor allem der MFIs, größer als der Umlauf der Euro-Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors (5,3 % des BIP, verglichen mit 3,8 % des BIP).

Von größerer Bedeutung sind die langfristigen Euro-Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben werden. Der Umlauf dieser Schuldverschreibungen belief sich Ende 2000 auf 92 % des BIP, nachdem er zehn Jahre zuvor noch 52 % des BIP betragen hatte (siehe Tabelle 2.6). Der öffentliche Sektor, d. h. Zentralregierung (Zentralstaat) und sonstige öffentliche Haushalte, ist volumenmäßig der größte Emittent langfristiger Schuldverschreibungen. Ende 2000 betrug der Umlauf an auf Euro lautenden langfristigen Schuldverschreibungen, die vom öffentlichen Sektor begeben wurden, nahezu 50 % des BIP. Die zweitgrößte Emittentengruppe hinsichtlich des Umlaufs war der MFI-Sektor (34 % des BIP im Jahr 2000). Der Umlauf an langfristigen Euro-Schuldverschreibungen, die von nichtfinanziellen und nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, belief sich auf rund 8 % des BIP, hat jedoch seit Beginn der dritten Stufe der WWU relativ rasch zugenommen.

Die Finanzierung über die Emission von Schuldverschreibungen ist im Euro-Währungsgebiet weniger ausgeprägt als in den Vereinigten Staaten und Japan. Ende 2000 lag der Umlauf im Euro-Währungsgebiet bei 101 % des BIP, verglichen mit 147 % in den Vereinigten Staaten und 127 % in Japan (siehe Tabelle 2.7). Der Umlauf an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften belief sich im Euroraum Ende 2000 auf 6 % des BIP, in den Vereinigten Staaten und Japan betrug er hingegen 25 % bzw. 16 %.

Trotz des im Euroraum stark wachsenden Rentenmarkts sind einige Marktsegmente, wie zum Beispiel jene für Schuldverschreibungen mit niedriger Bonitätseinstufung oder ohne Rating, relativ unterentwickelt geblieben. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten wurden im Jahr 2000 nur wenige Kapitalgesellschaften im Euroraum bonitätsmäßig bewertet, was ihren Zugang zum Markt für Unternehmensanleihen einschränkte.

Aktienmarkt

Ein gängiger Indikator für die Bedeutung des Aktienmarkts ist die am BIP gemessene Marktkapitalisierung von gehandelten Aktien. Die Aktienmarktkapitalisierung nahm im Eurogebiet von 21 % des BIP Ende 1990 auf 93 % des BIP Ende 2000 zu (siehe Tabelle 2.8). Dennoch blieb sie deutlich unter dem Niveau der Vereinigten Staaten; das Gefälle zwischen der Aktienmarkt-

Geringere relative Bedeutung der kurzfristigen Schuldverschreibungen...

...im Vergleich zu den langfristigen Schuldverschreibungen

Finanzierung über Emission von Schuldverschreibungen im Eurogebiet weniger ausgeprägt als in den USA

Einige Segmente auf dem Rentenmarkt im Eurogebiet wenig entwickelt

Aktienmarktkapitalisierung im Eurogebiet nimmt zu, ist aber geringer als in den USA

Tabelle 2.5**Umlauf an kurzfristigen Euro-Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet**

(Jahresendstand, in Mrd € und in % des BIP in eckigen Klammern)

	1990	1995	1998	1999	2000
Insgesamt	469,3 [10,7]	606,1 [11,4]	532,7 [9,1]	585,5 [9,6]	579,0 [9,0]
<i>darunter begeben von:</i>					
MFIs	99,6 [2,3]	167,7 [3,2]	165,0 [2,8]	249,3 [4,1]	244,0 [3,8]
Nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften	4,2 [0,1]	9,6 [0,2]	8,9 [0,2]	6,0 [0,1]	4,5 [0,1]
Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	44,4 [1,0]	33,7 [0,6]	46,3 [0,8]	66,8 [1,1]	87,0 [1,4]
Öffentlichen Haushalten	321,1 [7,3]	395,0 [7,4]	312,5 [5,3]	263,3 [4,3]	244,3 [3,8]

Quelle: EZB.

kapitalisierung (gemessen am BIP) in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet vergrößerte sich sogar noch von etwa 30 Prozentpunkten im Jahr 1990 auf 60 Prozentpunkte im Jahr 2000. Im Gegensatz dazu verringerte sich die japanische Aktienmarktkapitalisierung zwischen 1990 und 2000 von 87 % des BIP auf 68 % des BIP. Hierbei ist zu beachten, dass die Entwicklung der Aktienkurse einen beträchtlichen Einfluss auf diese Quoten ausübte.

Tabelle 2.6**Umlauf an langfristigen Euro-Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet**

(Jahresendstand, in Mrd € und in % des BIP in eckigen Klammern)

	1990	1995	1998	1999	2000
Insgesamt	2 303,7 [52,4]	4 127,7 [77,7]	5 093,3 [86,8]	5 536,6 [90,5]	5 897,1 [91,7]
<i>darunter begeben von:</i>					
MFIs	960,7 [21,8]	1 467,1 [27,6]	1 849,6 [31,5]	2 014,4 [32,9]	2 175,7 [33,8]
Nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften	52,8 [1,2]	83,2 [1,6]	122,6 [2,1]	194,8 [3,2]	251,3 [3,9]
Nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	151,5 [3,4]	223,7 [4,2]	225,1 [3,8]	252,0 [4,1]	287,6 [4,5]
Öffentlichen Haushalten	1 138,7 [25,9]	2 353,6 [44,3]	2 896,1 [49,3]	3 075,8 [50,3]	3 182,4 [49,5]

Quelle: EZB.

Umlauf an Schuldverschreibungen (ohne Fremdwährungsanleihen) von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2000)

(in % des BIP)

Tabelle 2.7

	Ins- gesamt	Begeben von finanziellen Kapital- gesellschaften	Begeben von nichtfinanziellen Kapital- gesellschaften	Begeben von öffentlichen Haushalten
Euro-Wäh- rungsgebiet	100,7	41,5	5,9	53,3
Vereinigte Staaten ¹⁾	146,9	85,7	24,6	38,7
Japan	126,5	16,1	16,0	96,0

Quellen: EZB und BIZ.

1) Vom Staat besicherte Wertpapiere, z. B. von staatlich geförderten Unternehmen (Government-Sponsored Enterprises) oder dem staatsgebundenen Hypothekenpool (Federally Related Mortgage Pool) begebene Wertpapiere, die sich Ende 2000 auf 43,6 % des BIP beliefen, sind den finanziellen Kapitalgesellschaften zugeordnet.

Ein weiteres Indiz für die Bedeutung des Aktienmarkts liefern Statistiken über die Anzahl börsennotierter Unternehmen. Im Euroraum stieg diese Zahl von 4 276 Ende 1990 auf 6 112 Ende 2000 (siehe Tabelle 2.9). Im Vergleich dazu belief sich die Anzahl börsennotierter Unternehmen in den Vereinigten Staaten und Japan Ende 2000 auf 7 657 bzw. 2 096.

Ein weiterer Unterschied zwischen dem Aktienmarkt im Euro-Währungsgebiet und den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten und Japan besteht darin, dass sich der Handel in den beiden letztgenannten Ländern auf eine oder zwei Wertpapierbörsen konzentriert. Im Euroraum gibt es in der Regel eine oder mehrere Wertpapierbörsen pro Land. Seit der Einführung des Euro hat es viele Initiativen zur Gründung von Allianzen oder Fusionierung von Börsen in einzelnen Euro-Ländern gegeben. Auch die Aktienmarktteilnehmer tragen offenbar zunehmend den wirtschaftlichen Faktoren Rechnung, die das gesamte Eurogebiet betreffen. Ein klarer Hinweis auf die zu-

Anzahl der börsennotierten Unternehmen im Eurogebiet gestiegen

Zunehmende Integration der Aktienmärkte im Euroraum

Aktienmarktkapitalisierung im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Jahresendstand, in % des BIP)

Tabelle 2.8

	1990	1995	1998	1999	2000
Euro-Wäh- rungsgebiet	21	29	61	90	93
Vereinigte Staaten	54	94	145	180	153
Japan	87	72	56	91	68

Quelle: Internationaler Börsenverband (FIBV).

Tabelle 2.9

Anzahl der börsennotierten in- und ausländischen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan (Jahresendstand)

	1990	1995	1998	1999	2000
Euro-Währungsgebiet	4 276	3 756	4 775	5 453	6 112
Vereinigte Staaten	6 765	7 369	7 750	7 429	7 657
Japan	1 752	1 865	1 890	1 935	2 096

Quelle: Internationaler Börsenverband (FIBV).

nehmende Integration der Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet ist die Entwicklung einer Reihe von euroraumweiten Aktienmarktindizes wie dem Dow-Jones-Euro-STOXX-Index.

2.7 Finanzintermediäre

Kreditinstitute und sonstige Monetäre Finanzinstitute (MFIs)

Die wichtigsten Finanzintermediäre im Euro-Währungsgebiet sind Kreditinstitute. Sie sind durch zwei Bankrechtskoordinierungsrichtlinien¹ klar abgegrenzt und unterliegen allgemein anerkannten EU-weiten aufsichtsrechtlichen Normen. Kreditinstitute sind die Geschäftspartner der Zentralbanken bei geldpolitischen Geschäften (siehe Kapitel 4). Aufgrund der Tatsache, dass sie privaten Haushalten und Unternehmen Kredite gewähren – unter anderem auf der Grundlage von Krediten der Zentralbank –, spielen sie bei der Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Volkswirtschaft eine entscheidende Rolle (siehe Abschnitt 3.2). Der Begriff „Monetäres Finanzinstitut“ wurde geprägt, weil eine steigende Zahl von Instituten, die keine Kreditinstitute sind, insbesondere Geldmarktfonds², Geschäfte tätigen und Produkte anbieten, für die traditionell Banken zuständig waren.

Ende 2000 waren 82 % aller MFIs im Euro-Währungsgebiet Kreditinstitute (siehe Tabelle 2.10). Geldmarktfonds stellten die zweitgrößte Gruppe von MFIs dar. Ende 2000 gab es 9 096 MFIs im Euroraum. Darin spiegelt sich die große Zahl der Sparkassen und Genossenschaftsbanken – die häufig ausschließlich auf lokaler Ebene tätig sind – und der Spezialkreditinstitute in einigen Ländern wider. Die Zahl der MFIs ging zwischen 1998 und 2000

Definition von
Kreditinstituten
und MFIs

Rückgang der MFIs
aufgrund der
finanzwirtschaftlichen
Konsolidierung

¹ Der Begriff „Kreditinstitut“ bezieht sich auf jedes Institut, das der in den Bankrechtskoordinierungsrichtlinien 77/780/EWG vom 12. Dezember 1977 und 89/646/EWG vom 15. Dezember 1989 enthaltenen Definition entspricht, das heißt auf „ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren“.

² Geldmarktfonds sind als Investmentgesellschaften definiert, deren Einheiten – gemessen an der Liquidität – enge Substitute für Einlagen sind und die in erster Linie in Geldmarktinstrumente und/oder in andere übertragbare Schuldverschreibungen mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr investieren und/oder in Bankeinlagen und/oder eine Verzinsung anbieten, die den Zinsen auf Geldmarktinstrumente annähernd entspricht.

deutlich zurück, was auf den fortschreitenden Konsolidierungsprozess im europäischen Kreditgewerbe zurückzuführen war. Die Entwicklung hin zu einer Konsolidierung im Sektor der Kreditinstitute ist eine Reaktion auf die Marktverhältnisse, die sich durch eine Reihe von Faktoren wie dem technischen Fortschritt, der Deregulierung, Liberalisierung und Globalisierung verändert haben. Die Einführung des Euro hat durch mehr Transparenz über nationale Grenzen hinweg diese Entwicklungen wahrscheinlich beschleunigt.

Die EZB und die NZBen erhalten monatliche und vierteljährliche Statistiken von den MFIs im Euro-Währungsgebiet und verwenden diese als Grundlage für die Berechnung einer aggregierten und einer konsolidierten MFI-Bilanz für das gesamte Eurogebiet. Die aggregierte Bilanz des MFI-Sektors ergibt sich als die Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euroraum ansässigen MFIs. Sie enthält Informationen über die Inter-MFI-Positionen auf Bruttobasis. Sie umfasst grenzüberschreitende Inter-MFI-Transaktionen sowohl innerhalb des Euro-Währungsgebiets als auch mit der übrigen Welt. Diese Angaben sind für die Beurteilung der Integration der Finanzsysteme und der Bedeutung des Interbankenmarkts von Nutzen. In der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors werden die in der aggregierten Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen saldiert. Die konsolidierte Bilanz bietet die Grundlage für die regelmäßige Analyse monetärer Entwicklungen sowie der Entwicklung der Kreditvergabe im Euroraum einschließlich der Geldmengenaggregate (siehe Kasten 2.3).

Aus Abbildung 2.7 geht die Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) Ende 2000 hervor. Einlagen machten 43 % der gesamten Passiva aus; andere wichtige Passivpositionen waren Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden sowie Schuldverschreibungen, die sich auf 17 % bzw. 13 % der gesamten MFI-Passiva beliefen. Auf die Kredite entfiel der größte Teil der Aktiva insgesamt (68 % Ende 2000). Die Kreditgewährung in Form von Schuldverschreibungen sowie Aktien und sonstigen Dividendenwerten machte 15 % der gesamten MFI-Aktiva aus.

Ende 2000 beliefen sich die Bankeinlagen im Euro-Währungsgebiet auf 79 % des BIP (siehe Tabelle 2.12). Dies war mehr als in den Vereinigten Staaten

Aggregierte und konsolidierte Bilanz der MFIs

Einlagen und Kredite sind die wichtigsten MFI-Bilanzpositionen

Anzahl der Monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet

(Jahresendstand)

Tabelle 2.10

	1998	1999	2000
Kreditinstitute	8 320	7 898	7 476
Geldmarktfonds	1 516	1 526	1 600
Zentralbanken und sonstige Finanzinstitute	20	20	20
MFIs insgesamt	9 856	9 444	9 096

Quelle: EZB.

Monetäre Aggregate

Die Grundlage für die Abgrenzung der monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet bildet die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors. Im Allgemeinen ist die geeignete Definition eines monetären Aggregats weitgehend abhängig von dem Zweck, den das gewählte Aggregat erfüllen soll. Da viele unterschiedliche Finanzwerte substituierbar sind und sich Finanzaktiva, Transaktionen und Zahlungsmittel in ihrer Art und ihren Merkmalen im Zeitablauf ändern, ist nicht immer klar, wie die Geldmenge definiert werden sollte und welche Vermögenswerte einer bestimmten Abgrenzung der Geldmenge zugeordnet werden sollten. Aus diesen Gründen definieren und überwachen Zentralbanken gewöhnlich mehrere monetäre Aggregate.

Die Definition der EZB für die monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet stützt sich nicht nur auf eine harmonisierte Abgrenzung des Geldschöpfungssektors und des Geldhaltungssektors, sondern auch der Kategorien von MFI-Verbindlichkeiten. Der Geldschöpfungssektor umfasst die im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. Der Geldhaltungssektor besteht aus allen im Euro-Währungsgebiet an-

sässigen Nicht-MFIs außer den Zentralregierungen. Obwohl die Zentralregierungen nach allgemeiner Auffassung keinen Teil des Geldschöpfungssektors bilden, werden deren Verbindlichkeiten mit monetärem Charakter als Sonderposten in die Abgrenzung der monetären Aggregate einbezogen, da sie über eine hohe Liquidität verfügen.

Auf der Grundlage konzeptioneller Überlegungen und empirischer Studien sowie im Einklang mit internationalen Gepflogenheiten hat das Eurosystem ein eng gefasstes (M1), ein „mittleres“ (M2) und ein weit gefasstes Aggregat (M3) definiert. Diese Aggregate unterscheiden sich voneinander in Bezug auf den Liquiditätsgrad der einbezogenen Vermögenswerte. Tabelle 2.11 zeigt die Abgrenzungen der monetären Aggregate des Euro-Währungsgebiets.

M1 umfasst Bargeld, d. h. Banknoten und Münzen, sowie Guthaben, die ohne weiteres in Bargeld umgewandelt oder für bargeldlose Zahlungen eingesetzt werden können, z. B. täglich fällige Einlagen.

M2 umfasst neben M1 Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren so-

Tabelle 2.11

Abgrenzungen monetärer Aggregate im Euro-Währungsgebiet

Verbindlichkeiten ¹⁾	M1	M2	M3
Bargeldumlauf	X	X	X
Täglich fällige Einlagen	X	X	X
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren		X	X
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten		X	X
Repogeschäfte			X
Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere			X
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren			X

¹⁾ Verbindlichkeiten des Geldschöpfungssektors und Verbindlichkeiten von Zentralregierungen mit monetärem Charakter im Bestand des Geldhaltungssektors.

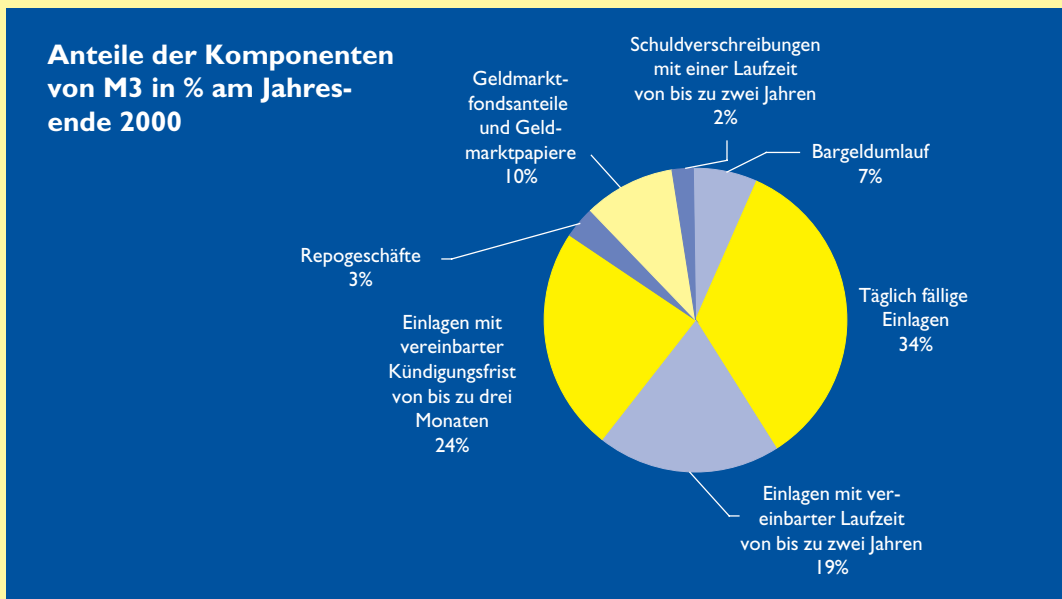
wie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Solche Einlagen können in Komponenten der eng gefassten Geldmenge umgewandelt werden; teilweise können sie jedoch Einschränkungen unterliegen, wie etwa einer Kündigungsfrist, Strafzinsen oder Gebühren.

M3 umfasst neben M2 die von gebietsansässigen MFIs ausgegebenen marktfähigen Instrumente. Bei diesen Finanzinstrumenten handelt es sich um Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Aufgrund des hohen Liquiditätsgrads und der Kurssicherheit dieser Instrumente handelt es sich bei ihnen um enge Substitute für Einlagen. Durch ihre Einbeziehung ist das weit gefasste Geldmengenaggregat von Umschichtungen zwischen verschiedenen Forderungskategorien weniger betroffen als engere Geldmengenabgrenzungen und aus diesem Grunde stabiler (siehe auch Kapitel 3).

Auf Fremdwährungen lautende liquide Forderungen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets können enge Substitute für auf Euro lautende Forderungen sein. Die Geldmengenaggregate schließen deshalb solche Forderungen mit ein, wenn sie bei MFIs im Euro-Währungsgebiet gehalten werden.

Abbildung 2.6 zeigt die relativen Anteile der Komponenten von M3 im Dezember 2000. Auf täglich fällige Einlagen entfiel der größte Teil, nämlich 34 % von M3. Der Anteil von Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten lag bei 24 % und der von Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren bei 19 % von M3. Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere machten 10 % und der Bargeldumlauf 7 % aus. Auf Repogeschäfte und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren schließlich entfielen 3 % bzw. 2 % von M3.

Abbildung 2.6

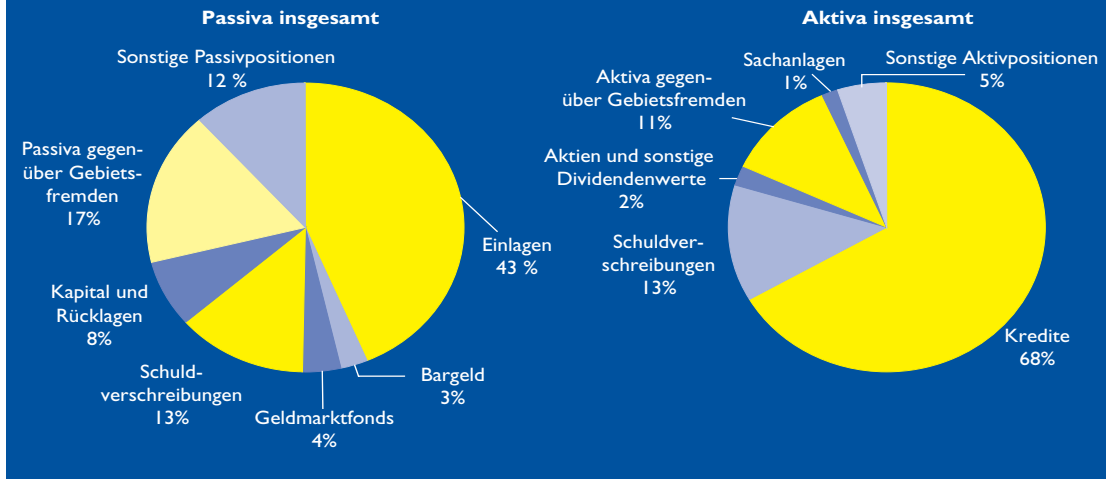


Quelle: EZB.

Abbildung 2.7

Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Eurosystem) am Jahresende 2000

(in % der Bilanzsumme)



Quelle: EZB.

Tabelle 2.12

Bankeinlagen und Bankkredite im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan (Stand: Ende 2000)

(in % des BIP)

	Bankeinlagen	Bankkredite	Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften
Euro-Währungsgebiet	79,1	107,7	41,8
Vereinigte Staaten	37,6	50,8	38,2
Japan	110,7	103,8	72,8

Quellen: EZB, amerikanische und japanische Zentralbank.

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

(38 % des BIP), aber weniger als in Japan (111 % des BIP). Gleichzeitig betragen die Bankkredite im Euroraum 108 % des BIP, während die entsprechende Quote in den Vereinigten Staaten und Japan bei 51 % bzw. 104 % lag. Darüber hinaus beliefen sich die Bankkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Ende 2000 sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den USA auf etwa 40 % des BIP, in Japan hingegen auf 73 %.

Sonstige Finanzintermediäre

Die indirekte Finanzierung der öffentlichen und der privaten Haushalte erfolgt nicht ausschließlich über die MFIs, sondern auch über sonstige Finanzintermediäre wie etwa Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, den Sektor Kredit- und Versicherungshilftätigkeiten³, Investmentfonds, Wertpapier- und Derivatehändler sowie im Kreditgeschäft tätige finanzielle Kapitalgesellschaften. Einer der wichtigsten Unterschiede zu den Kreditinstituten besteht darin, dass auf der Passivseite der Bilanzen dieser Institute keine Einlagen stehen. Nach vorliegenden Schätzungen gewannen die sonstigen Finanzintermediäre in den Neunzigerjahren zwar zunehmend an Bedeutung, sie spielen jedoch im Vergleich zu MFIs nach wie vor eine untergeordnete Rolle. Ende 1999 lagen die Aktiva von Versicherungsgesellschaften, Investmentfonds und Pensionskassen im Euroraum bei 41 % des BIP, während die Aktiva der MFIs 253 % des BIP betragen. Gleichwohl haben die Vermögensbestände dieser sonstigen Finanzintermediäre im Euro-Währungsgebiet insgesamt deutlich zugenommen.

Nicht-MFIs spielen nach wie vor untergeordnete Rolle

3 Der Sektor Kredit- und Versicherungshilftätigkeiten umfasst alle finanziellen Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften, die in ihrer Hauptfunktion Kredit- und Versicherungshilftätigkeiten ausüben, d. h. Tätigkeiten, die eng mit den finanziellen Mittlertätigkeiten verbunden sind, selbst jedoch keine solche darstellen, zum Beispiel Versicherungs-, Kredit- und Wertpapiermakler.

3 Die geldpolitische Strategie der EZB

In diesem Kapitel wird die geldpolitische Strategie der EZB beschrieben, d. h. der allgemeine Ansatz, den die EZB verfolgt, um ihr vorrangiges Ziel, die Gewährleistung der Preisstabilität, zu erreichen. Im ersten Abschnitt wird dieses Ziel näher erläutert. Im zweiten Abschnitt werden eine Reihe wesentlicher Merkmale des geldpolitischen Transmissionsmechanismus sowie deren Auswirkungen auf die Ausrichtung der Geldpolitik zusammengefasst. Die Strategie wird im dritten Abschnitt genauer beschrieben. Der letzte Abschnitt beschäftigt sich mit der Kommunikationsfunktion der EZB-Strategie.

3.1 Preisstabilität – das vorrangige Ziel der einheitlichen Geldpolitik

Die Vorteile der Preisstabilität

Das vorrangige Ziel der EZB und der einheitlichen Geldpolitik, für die sie verantwortlich ist, wird im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft als die Gewährleistung der Preisstabilität definiert (siehe Kapitel I). Es gibt gute Gründe dafür, dass der EG-Vertrag der EZB dieses Ziel vorgibt. Jahrzehntelange praktische Erfahrung und eine große Anzahl volkswirtschaftlicher Studien weisen darauf hin, dass die Geldpolitik vor allem durch die Gewährleistung anhaltender Preisstabilität zur Verbesserung der Wirtschaftsaussichten und zur Hebung des Lebensstandards der Bürger beiträgt. Preisstabilität im Sinne eines Vermeidens andauernder Inflation bzw. Deflation trägt auf verschiedene Weise zu einer umfangreichen Wirtschaftsaktivität und einem hohen Beschäftigungsstand bei.

Erstens können bei Preisstabilität Veränderungen bei den relativen Preisen leichter erkannt werden, da sie nicht durch Schwankungen des allgemeinen Preisniveaus überdeckt werden. Folglich können Unternehmen und Verbraucher fundiertere Konsum- und Investitionsentscheidungen treffen und ermöglichen so dem Markt eine effizientere Ressourcenallokation. Preisstabilität ermöglicht dem Markt, seine Ressourcen optimal in allen Anwendungsbereichen zu verteilen und erhöht damit das Produktionspotenzial der Wirtschaft.

Zweitens werden Investoren, wenn sie davon überzeugt sind, dass die Preisstabilität auch zukünftig gesichert ist, von Inflationsrisikoprämien zur Absicherung gegen Risiken, die sich aus der längerfristigen Haltung von Vermögenswerten ergeben, absehen. Durch den Abbau solcher Risikoprämien im Realzins kann die Geldpolitik zur Allokationseffizienz des Kapitalmarkts beitragen und Investitionsanreize schaffen. Dies wiederum fördert das Wirtschaftswachstum.

Drittens sinkt durch die glaubwürdige Gewährleistung der Preisstabilität auch die Wahrscheinlichkeit, dass einzelne Wirtschaftsakteure und Unternehmen Ressourcen der produktiven Verwendung vorenthalten, um sie zur Absicherung gegen Inflation einzusetzen. In einem von hoher Inflation gekennzeichneten Umfeld bestehen zum Beispiel Anreize, Waren einzulagern, da diese unter diesen Umständen resistenter gegen Wertverlust sind als

Preisstabilität trägt zu höherem Lebensstandard bei, indem sie...

...die Transparenz der relativen Preise verbessert,...

...die Inflationsrisikoprämien in Zinssätzen abbaut,...

...unnötigen Absicherungsmaßnahmen vorbeugt,...

Geld oder bestimmte Finanzaktiva. Das Einlagern von Waren ist jedoch keine effiziente Investitionsentscheidung und hemmt folglich das Wirtschaftswachstum.

Viertens können von Steuer- und Sozialsystemen falsche Anreize ausgehen und das Verhalten der am Wirtschaftsleben Beteiligten negativ beeinflussen. Zumeist werden diese Verzerrungen durch Inflation oder Deflation verstärkt. Preisstabilität eliminiert die realen Kosten, die entstehen, wenn sich infolge einer Inflation die Verzerrungseffekte der Steuer- und Sozialleistungssysteme noch verstärken.

Fünftens wird durch die Gewährleistung von Preisstabilität die erhebliche und willkürliche Umverteilung von Vermögen und Einkommen verhindert, zu der es in einem inflatorischen oder deflatorischen Umfeld kommt. Ein von stabilen Preisen geprägtes Umfeld trägt dazu bei, den sozialen Zusammenhalt und die Stabilität aufrechtzuerhalten. Wie sich anhand mehrerer Beispiele im zwanzigsten Jahrhundert gezeigt hat, führen hohe Inflations- oder Deflationsraten oft zu sozialer und politischer Instabilität.

All diese Argumente legen den Schluss nahe, dass eine Zentralbank, die Preisstabilität gewährleistet, einen wesentlichen Beitrag dazu leistet, die weiter gefassten wirtschaftlichen Ziele wie die Hebung des Lebensstandards, eine umfangreiche Wirtschaftsaktivität und die Verbesserung der Beschäftigungsaussichten zu erreichen. Diese Schlussfolgerung wird von Wirtschaftsdaten gestützt, die anhand einer großen Anzahl von Ländern, Verfahren und Zeiträumen zeigen, dass in Volkswirtschaften mit niedrigerer Inflationsrate auf lange Sicht offenbar ein im Schnitt schnelleres realwirtschaftliches Wachstum zu verzeichnen ist.

Die Definition der EZB von Preisstabilität

Zwar gibt der EG-Vertrag die Gewährleistung der Preisstabilität eindeutig als das vorrangige Ziel der EZB vor, doch enthält er keine genaue Definition davon, was unter Preisstabilität zu verstehen ist. Um dieses Ziel genauer zu bestimmen, hat der EZB-Rat 1998 die folgende quantitative Definition bekannt gegeben: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr.“¹

Gleichzeitig erklärte der EZB-Rat: „Preisstabilität muss mittelfristig beibehalten werden.“ Darin spiegelt sich die allgemein geteilte Auffassung wider, dass Geldpolitik die Preis- oder Inflationsentwicklung nicht kurzfristig innerhalb von nur wenigen Wochen oder Monaten feinsteuern kann. Geldpolitische Impulse werden mit zeitlicher Verzögerung auf die Preisebene übertragen, wobei das Ausmaß der tatsächlichen Wirkung nicht vorhersagbar ist (siehe Abschnitt 3.2). Daraus ergibt sich, dass die Geldpolitik nicht allen unerwarteten Störungen des Preisniveaus entgegenwirken kann. Ein gewisses Maß an kurzfristiger Volatilität der Preisentwicklung ist daher unvermeidbar.

¹ Siehe EZB-Pressmitteilung „Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB“ vom 13. Oktober 1998.

...Verzerrungen durch Steuersysteme mindert...

...und die willkürliche Umverteilung des Vermögens vermeidet

Die quantitative Definition von Preisstabilität durch die EZB

Preisstabilität muss mittelfristig beibehalten werden

Für die quantitative Definition der Preisstabilität des EZB-Rats gibt es eine Reihe von Gründen. Zum einen trägt die vom EZB-Rat gewählte Interpretation der ihm durch den EG-Vertrag zugewiesenen Aufgabe zum besseren Verständnis des geldpolitischen Handlungsrahmens bei, das heißt, die Geldpolitik wird transparenter. Zum anderen liefert die Definition der Preisstabilität einen Maßstab, an dem die Öffentlichkeit die EZB messen kann. Von der Definition der Preisstabilität abweichende Preisentwicklungen können erkannt werden, und die EZB muss anhaltende Abweichungen dieser Art erklären und darlegen, wie die Preisstabilität innerhalb eines vertretbaren Zeitraums wiederhergestellt werden wird. Schließlich dient die Definition auch als Orientierungshilfe für die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung. Die vorrangige Ausrichtung der EZB an der Gewährleistung der Preisstabilität sollte der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten einen guten Grund liefern, mit einer Inflationsrate zu rechnen, die auf mittlere Sicht innerhalb der mit Preisstabilität zu vereinbarenden Bandbreite liegt. Eine auf diese Art erreichte Stabilisierung der längerfristigen Inflationserwartungen sollte Unternehmen, Gewerkschaften und einzelne am Lohn- und Preisbildungsprozess beteiligte Wirtschaftsakteure davon abbringen, bei ihren Entscheidungen höhere Inflationsraten einzukalkulieren, was wiederum die Gewährleistung der Preisstabilität erschweren würde. Die Definition der Preisstabilität trägt also dazu bei, die Glaubwürdigkeit und Effektivität der einheitlichen Geldpolitik zu steigern.

Die Definition von Preisstabilität enthält eine Reihe beachtenswerter Merkmale:

Erstens ist weder eine anhaltende Inflation noch eine andauernde Deflation mit der Definition vereinbar. Die Formulierung „unter 2 %“ gibt unzweideutig die Obergrenze für die am HVPI gemessene Inflationsrate an, die mit Preisstabilität vereinbar ist. Gleichzeitig macht die Verwendung des Wortes „Anstieg“ in der Definition klar, dass Deflation, also ein Rückgang des HVPI, mit Preisstabilität unvereinbar ist.

Zweitens legt die Definition einen bestimmten Preisindex fest, nämlich den HVPI für das Euro-Währungsgebiet, mit dessen Hilfe überprüft werden soll, ob Preisstabilität erreicht und aufrecht erhalten worden ist. Dieser Index ist in den verschiedenen Ländern des Euro-Währungsgebiets harmonisiert worden. Die Verwendung dieses Index steht mit der üblichen Orientierung der Öffentlichkeit an den Verbraucherpreisen in Einklang. Der HVPI deckt eine breite Palette von Verbraucherausgaben ab (siehe Kasten 3.1).

Drittens berücksichtigt die Definition implizit mögliche Messfehler bei der Ermittlung des Preisniveaus mithilfe des HVPI. Eine Reihe von volkswirtschaftlichen Studien hat gezeigt, dass bei Verbraucherpreisindizes (VPIs) Messfehler auftreten. Diese resultieren hauptsächlich aus einem sich verändernden Ausgabeverhalten und Qualitätsverbesserungen bei denjenigen Waren und Dienstleistungen, die in den Korb für die Festlegung eines bestimmten Indexes eingehen. Solche Fehler können bei der Erstellung von Verbraucherpreisindizes nicht in jedem Fall vollständig korrigiert werden und führen meist dazu, dass die VPIs die tatsächliche Inflationsrate leicht überzeichnen. Der HVPI für das Euro-Währungsgebiet stellt ein relativ neues

Diese Definition trägt zur Transparenz und Überprüfbarkeit bei und stellt einen Anker für die Inflationserwartungen dar

Merkmale der Definition:

„Anstieg... unter 2 %“

„HVPI“

Berücksichtigung eines möglichen Messfehlers

Konstruktion und Merkmale des HVPI

Der EZB-Rat hat die Preisstabilität anhand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet definiert. Die konzeptionellen Arbeiten zur Harmonisierung der nationalen Verbraucherpreisindizes wurden von der Europäischen Kommission (Eurostat) in enger Zusammenarbeit mit den nationalen Statistikämtern durchgeführt. Als Hauptnutzer waren das Europäische Währungsinstitut (EWI) und später die EZB eng in diese Arbeiten eingebunden.

Die von Eurostat veröffentlichten HVPI-Daten stehen seit Januar 1995 zur Verfügung. Weiter zurückliegende Schätzwerte, die nicht vollständig vergleichbar sind mit den ab 1995 ermittelten HVPI-Daten, liegen für den Gesamt-HVPI und seine fünf Hauptkomponenten ab 1990 vor. Vier dieser Komponenten beziehen sich auf Warenpreise, die zusammengenommen im Jahr 2001 61,9 % des HVPI ausmachten, während auf die Dienstleistungskomponente 38,1 % entfielen (siehe Tabelle 3.1). Die Unterscheidung dient vor allem der Identifizierung unterschiedlicher wirtschaftlicher Faktoren. So steht

beispielsweise die Entwicklung der Energiepreis­komponente in enger Beziehung zu Ölpreis­veränderungen. Die Nahrungsmittelpreise sind unterteilt in Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und unverarbeitete Nahrungsmittel, da Letztere durch Faktoren wie Witterungsverhältnisse und saisonale Faktoren beeinflusst werden, die geringere Auswirkungen auf die Preise verarbeiteter Nahrungsmittel haben.

Die in den verschiedenen Ländern für den HVPI eingeführten Harmonisierungsmaßnahmen beruhen auf mehreren Verordnungen und Richtlinien der EG, die mit den Mitgliedstaaten vereinbart wurden. Dabei handelt es sich u. a. um den Erfassungsbereich der Konsumausgaben, erste Vorgaben für die Verfahren der Qualitätsbereinigung und einheitliche Regelungen für die Behandlung neuer Waren und Dienstleistungen. „Erste Vorgaben“ bezieht sich auf die Tatsache, dass eine weiter gehende Harmonisierung in mehreren Bereichen vorgesehen ist. Darüber hinaus wurde eine detaillierte harmonisierte Systematik für die Teilindizes vereinbart, die die Vergleichbarkeit der Preisentwicklung in einzelnen Untergruppen des privaten Verbrauchs im gesamten Eurogebiet gewährleistet. Auch wurden Regeln für die Häufigkeit aufgestellt, mit der die Gewichtung der in den HVPIs enthaltenen Güter zu revidieren ist. Im Januar 2000 und Januar 2001 wurden wichtige Schritte zur weiteren Harmonisierung unternommen, mit denen die Vergleichbarkeit der HVPI-Berechnungsmethoden zwischen den Ländern verbessert und der Erfassungsbereich der Verbrauchsausgaben erweitert wurde. Die Behandlung der Kosten für eigengenutzte Wohnungen - der zurzeit einzige signifikante Posten, der noch nicht im Index einbezogen ist – wurde 2001 in der Statistischen Arbeitsgruppe von Eurostat diskutiert.

Tabelle 3.1
Für das Jahr 2001 geltende Gewichte
der Hauptkomponenten des HVPI

Gesamtindex	100,0
Warenpreise	61,9
Unverarbeitete Nahrungsmittel	8,2
Verarbeitete Nahrungsmittel	12,3
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	32,1
Energie	9,5
Dienstleistungen	38,1

Quelle: Eurostat.

Konzept dar, sodass nicht auf lange zurückreichende Zeitreihen zugegriffen werden kann. Somit gibt es noch keine eindeutigen Angaben zum Umfang eines möglichen Messfehlers im HVPI. Das innerhalb der Europäischen Kommission für diesen Bereich auf Gemeinschaftsebene zuständige Statistikamt Eurostat hat versucht, Messfehler im HVPI durch die Vorgabe entsprechender statistischer Standards für die nationalen Statistikämter zu vermeiden (zum Beispiel für eine Korrektur der Ausgabengewichte im Index in angemessenen zeitlichen Abständen und die Berücksichtigung neuer Waren). Das mögliche Bestehen eines leichten positiven Messfehlers bei der Teuerung nach dem HVPI und die Unsicherheit hinsichtlich seines Umfangs erklären, warum es die EZB unterlassen hat, in ihrer Definition einen bestimmten unteren Grenzwert festzulegen. Durch das Festlegen eines oberen Grenzwertes von 2 % hat die EZB einen Rahmen geschaffen, der alle plausiblen Schätzungen des Messfehlers im HVPI berücksichtigt.

Viertens lässt die Definition der EZB nur positive Raten der „wahren“ Inflation zu, indem sie den HVPI-Messfehler implizit zur unteren Grenze der Bandbreite macht, innerhalb der Preisstabilität gewährleistet ist. Es wird also ein „Sicherheitsabstand“ geschaffen, der negative Raten der „wahren“ Inflation verhindern hilft. Es ist wichtig, Deflation zu vermeiden, da sie sich sonst aufgrund der Gefahr, die sie für die Stabilität des Finanzsystems darstellt, verfestigen kann.

Fünftens wird die Preisstabilität anhand des HVPI für das Euro-Währungsgebiet beurteilt, was darauf hinweist, dass die Entscheidungen über die einheitliche Geldpolitik die Preisstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet gewährleisten sollen.

Die Definition der EZB von Preisstabilität stimmt mit der von den meisten NZBen im Euro-Währungsgebiet vor Beginn der Währungsunion benutzten Definition überein. Darüber hinaus hat der EU-Rat (ECOFIN) anlässlich der Verabschiedung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik im Juli 1995 darauf hingewiesen, dass 2 % die höchste mit Preisstabilität zu vereinbarende Inflationsrate sei. Es sei besonders betont, dass die Definition der EZB eine dauerhafte Quantifizierung des vorrangigen Ziels der einheitlichen Geldpolitik darstellen soll.

3.2 Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik

Da es dem EZB-Rat obliegt, geldpolitische Entscheidungen zur Gewährleistung der Preisstabilität zu treffen, ist es für die EZB äußerst wichtig, einschätzen zu können, wie sich geldpolitische Maßnahmen unter bestimmten wirtschaftlichen Voraussetzungen auf das Preisniveau auswirken. Der Prozess, mittels dessen geldpolitische Entscheidungen auf die Wirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen durchschlagen, wird als Transmissionsmechanismus der Geldpolitik bezeichnet. Es ist sowohl theoretisch als auch empirisch belegt, dass jeder geldpolitische Impuls sich erst mit erheblicher zeitlicher Verzögerung auf die Wirtschaft auswirkt und die genaue Auswirkung nur schwer abschätzbar ist. Anders formuliert unterliegt die Wirkung geldpolitischer Maßnahmen auf die Preise langen, variablen und nicht genau vorhersagbaren Wirkungsverzögerungen.

Sicherheitsabstand gegen Deflation

Ausrichtung auf das gesamte Euro-Währungsgebiet

Dauerhafte Quantifizierung des vorrangigen Ziels

Definition des Transmissionsmechanismus

Rolle und Grenzen der Geldpolitik

Die Geldpolitik bestimmt auf lange Sicht den nominalen Wert von Waren und Dienstleistungen, also das allgemeine Preisniveau. An der Entwicklung des Preisniveaus ist ablesbar, inwieweit sich die Kaufkraft des Geldes im Lauf der Zeit verändert hat. Mit dieser Erkenntnis geht die in Wirtschaftskreisen allgemein akzeptierte Einsicht einher, dass Inflation letztendlich ein monetäres Phänomen ist. Mit anderen Worten: Ein starkes Geldmengenwachstum über einen längeren Zeitraum hinweg ist meist mit einer hohen Inflation verbunden. Dieser Zusammenhang ist in einer großen Anzahl volkswirtschaftlicher Studien, die sich über verschiedene Zeiträume, Länder und Datensätze erstrecken, bestätigt worden. In diesem Kontext ist die „Neutralität“ des Geldes ein dem allgemeinen wirtschaftlichen Denken zugrunde liegendes Prinzip. Ihm zufolge können Veränderungen der Geldmenge langfristig nur die nominalen, nicht aber die realen Variablen beeinflussen; Veränderungen der Geldmenge werden keine dauerhafte Auswirkung auf die realwirtschaftliche Produktion, Arbeitslosigkeit oder den Realzins haben. Das Realeinkommen wird auf lange Sicht wesentlich durch angebotsseitige Faktoren bestimmt (zum Beispiel durch technologische Entwicklungen, das Bevölkerungswachstum, die Flexibilität der Märkte und die Effizienz des institutionellen Rahmens der Wirtschaft). Die Geldpolitik kann demnach nur durch die Gewährleistung von Preisstabilität zu einem anhaltenden Wirtschaftswachstum beitragen (siehe Abschnitt 3.1). Kurzfristig jedoch können sich geldpolitische Entscheidungen auch auf die realen Variablen auswirken.

Diese Hauptmerkmale der Übertragung geldpolitischer Impulse bilden die Grenzen, innerhalb derer sich jede Zentralbank und somit auch die EZB bei der Verfolgung ihres Ziels der Preisstabilität bewegen muss. Die Auswirkungen der Geldpolitik auf das Realeinkommen und das Preisniveau spiegeln sich in der im EG-Vertrag festgelegten Übertragung von Zielen und Zuständigkeiten auf verschiedene geldpolitische Instanzen wider. Da die Geldpolitik das Preisniveau auf mittlere Sicht beeinflusst, ist Preisstabilität ein geeignetes Ziel für die einheitliche Geldpolitik. Dagegen wäre die Zuweisung eines geldpolitischen Ziels für das Realeinkommen oder die Beschäftigung ungeeignet, da die Geldpolitik nur über sehr begrenzte Möglichkeiten verfügt, um auf die realen Größen langfristig Einfluss zu nehmen. Tatsächlich kann die Geldpolitik langfristig nur durch das Streben nach Preisstabilität positiven Einfluss auf das Wirtschaftswachstum nehmen. Die Stärkung des Wachstumspotenzials der Wirtschaft ist eine finanz- und strukturelle Aufgabe, aber auch eine Aufgabe der Tarifpartner.

Geldpolitische Transmissionskanäle

Im vorangegangenen Abschnitt wurden die allgemeinen Auswirkungen der Geldpolitik auf eine Reihe wichtiger gesamtwirtschaftlicher Größen dargestellt. Darüber hinaus ist es jedoch auch wichtig zu verstehen, wie geldpolitische Impulse übertragen werden, da es eine Reihe verschiedener Transmissionskanäle gibt. Sie werden in einer vereinfachten schematischen Darstellung in Abbildung 3.1 aufgezeigt.

Inflation ist letztendlich ein monetäres Phänomen

Vertraglich zugewiesene Aufgaben

Der Transmissionsprozess...

Am Anfang der (langen) Wirkungskette, über die sich geldpolitische Entscheidungen auf das Preisniveau auswirken, stehen Zinsschritte der EZB, vor allem bei den Zinssätzen für Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ständige Fazilitäten (eine ausführliche Beschreibung der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems findet sich in Kapitel 4).

Das Bankensystem verlangt nach Zentralbankgeld (welches als „Basisgeld“ bezeichnet wird), um den Bargeldbedarf zu decken, Interbanksalden auszugleichen und um den Anforderungen hinsichtlich der bei der Zentralbank zu hinterlegenden Mindestreserven genügen zu können. Da die Zentralbank das Monopol auf die Schaffung von Basisgeld hat, ist sie in der Lage, erheblichen Einfluss auf die Bedingungen am Geldmarkt zu nehmen und so die Geldmarktsätze zu steuern. Änderungen der Geldmarktsätze wirken sich wiederum, wenngleich in unterschiedlichem Umfang, auf andere Marktzinssätze aus.

Die Bekanntgabe und Umsetzung geldpolitischer Entscheidungen können sich auf die Erwartungen hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses auswirken, was sich wiederum in den Langfristzinsen, Inflationserwartungen, Tarifabschlüssen, der Preisbildung, den Preisen für Vermögenswerte und dem Wechselkurs niederschlägt.

Wie bereits erwähnt ist das Produktionsniveau auf lange Sicht unabhängig von der Geldmenge. Folglich führt ein übermäßiges Geldmengenwachstum zwangsläufig zu einer Inflation. Einfach ausgedrückt: Gibt es zu viel Geld für zu wenige Waren, so wird das allgemeine Preisniveau letztendlich steigen, da die privaten Akteure ihr Überschussguthaben früher oder später ausgeben wollen. Obgleich diese Beschreibung offensichtlich eine sehr stilisierte und vereinfachte Darstellung der betreffenden Mechanismen ist, gibt sie doch die wesentlichen Aspekte eines geldpolitischen Transmissionsprozesses wieder, bei dem die Versuche der Wirtschaftsakteure, die übermäßige Geldhaltung zu reduzieren, zu einer gesteigerten Güternachfrage und folglich zu höheren Preisen führen, um den Markt zu räumen. Ein stärkeres Geldmengenwachstum kann auch unmittelbar die Inflationserwartungen und somit die Entwicklung der Preise beeinflussen. Desgleichen kann ein langsames Wachstum der Geldmenge zu Deflationserwartungen und deflatorischen Preisentwicklungen führen. Darüber hinaus kann das Geldmengenwachstum den aktuellen Nachfragedruck in der Wirtschaft widerspiegeln, womit die Geldmenge ein guter zusammenfassender Indikator der wirtschaftlichen Entwicklung wäre. Aus all diesen Gründen enthält die Entwicklung der monetären Aggregate wichtige Informationen für die Geldpolitik und kann gute Vorlaufeigenschaften mit Blick auf die künftige Preisentwicklung aufweisen. Diese Eigenschaften sind einer der Hauptgründe dafür, der Geldmenge bei der Ausrichtung der Geldpolitik eine herausragende Rolle zuzuweisen, auch wenn die genaue Struktur des Transmissionsmechanismus nicht ganz klar ist.

Die Entwicklung der Kredite kann im Transmissionsprozess ebenfalls eine wichtige Rolle spielen, da die Verfügbarkeit und die Kosten eines Kredits wichtige Determinanten für die Investitionsentscheidungen der Unternehmen und die Ausgabenentscheidungen der Verbraucher und somit für die

...beginnt mit einer Änderung der Schlüsselzinssätze,...

...welche die Bedingungen am Geldmarkt beeinflussen...

...und sich in den Erwartungen niederschlagen

Die Rolle der Geldmenge

Die Rolle der Kredite

Vereinfachte Darstellung des Transmissionsmechanismus von den Zinssätzen zu den Preisen



Gesamtnachfrage sind. Wenn Unternehmen keine Kredite aufnehmen können, müssen sie auf unternehmensinterne Finanzmittel zurückgreifen, die oft für die Finanzierung von Großprojekten nicht ausreichen. Aus diesem Grund können Veränderungen in der Kreditverfügbarkeit infolge von Änderungen in der Geldpolitik als wichtiger Transmissionskanal fungieren.

Eine Änderung der Geldpolitik und/oder die Erwartung künftiger geldpolitischer Veränderungen beeinflussen die Preise und Renditen von Vermögenswerten. Diese wiederum wirken sich auf die Spar-, Konsum- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte und Unternehmen und letztendlich auf die Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet aus. Zum Beispiel erhöhen niedrigere Zinssätze bei ansonsten gleich bleibenden Bedingungen für die privaten Haushalte den Anreiz, ihr laufendes Einkommen auszugeben, anstatt es zu sparen, da die erwartete Verzinsung der Ersparnisse niedrig ist. Längerfristige Zinssätze können eine besonders wichtige Rolle spielen, da sie eine Fristigkeit haben, die mit dem zeitlichen Rahmen vieler Investitionsentscheidungen von Unternehmen sowie den Sparsentscheidungen von privaten Haushalten, wie zum Beispiel der Ersparnisbildung für die Alterssicherung, in Einklang stehen.

Änderungen der Preise und Renditen von Vermögenswerten...

Als Folge dieser Veränderungen im Konsum- und Sparverhalten wird sich das Verhältnis der inländischen Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen zum inländischen Angebot ändern. Wenn die Nachfrage das Angebot bei ansonsten gleich bleibenden Bedingungen übersteigt, kommt es zu einem Aufwärtsdruck auf die Preise.

Natürlich beeinflussen auch die Preise der Produktionsfaktoren die Preisentwicklung. Hierbei spielen Veränderungen des Lohnniveaus und der Produktivität eine entscheidende Rolle. Somit hat die Geldpolitik auch über ihre Auswirkungen auf die Lohnbildung und die Festsetzung der Preise für Vorleistungen Einfluss auf das Preisniveau. Die Auswirkungen der Geldpolitik auf die Inflationserwartungen sind in diesem Zusammenhang von Bedeutung: Kann die Geldpolitik ihr vorrangiges Ziel der Preisstabilität glaubwürdig vertreten, werden die Inflationserwartungen auf dem niedrigen, als Preisstabilität definierten Niveau verharren; die Lohn- und Preisbildung wird mit diesem Ziel in Einklang stehen. Geht die Glaubwürdigkeit verloren, lösen sich auch die Inflationserwartungen aus ihrer Verankerung. So gesehen kann die Geldpolitik über ihre Bedeutung für die Inflationserwartungen einen starken Einfluss auf die jeweiligen Preise ausüben. Ein anderer Kanal ist weniger direkt: Veränderungen der effektiven Nachfrage können sich in einer Verschärfung oder Lockerung der Bedingungen an den Arbeits- und Vorleistungsgütermärkten widerspiegeln, was wiederum die Preisbildung am jeweiligen Markt beeinflusst.

Durch geldpolitische Entscheidungen hervorgerufene Änderungen der Zinssätze können sich auch, unter anderem durch ihren Einfluss auf die internationalen Kapitalströme, im Wechselkurs niederschlagen. Dies wird sich normalerweise auf drei verschiedene Arten auf die Teuerungsrate auswirken. Erstens können Wechselkursbewegungen unmittelbar Auswirkungen auf die Inlandspreise für Importgüter haben. Bei einem Anstieg des Wechselkurses sinken in der Regel die Preise für Importgüter, was unmittelbar zu einer Verringerung der Teuerungsrate beiträgt, wenn es sich bei diesen Gütern um Verbrauchergüter handelt. Zweitens kann der Einsatz der Importgüter als Vorleistungsgüter für die Produktion dazu führen, dass die niedrigeren Preise der Vorleistungsgüter sich mit der Zeit in niedrigeren Preisen für Endprodukte niederschlagen. Drittens können Wechselkursbewegungen auch über ihre Auswirkung auf die Wettbewerbsfähigkeit der im Inland produzierten Güter auf den internationalen Märkten einen Einfluss ausüben. Wenn Inlandsprodukte durch eine Aufwertung der Währung auf den Weltmärkten an preislicher Wettbewerbsfähigkeit einbüßen, führt dies meist zu einer geringeren Auslandsnachfrage und somit zu einem verringerten Nachfragedruck in der Wirtschaft. Unter ansonsten gleich bleibenden Bedingungen würde dies tendenziell den Inflationsdruck mindern. Die Bedeutung solcher durch Wechselkursbewegungen hervorgerufener Effekte wird vom Grad der Offenheit einer Wirtschaft gegenüber dem internationalen Handel abhängen. Die Transmission geldpolitischer Impulse über den Wechselkurs ist für einen großen, relativ geschlossenen Währungsraum wie das Eurogebiet weniger von Bedeutung als für kleine, offene Volkswirtschaften.

...beeinflussen das Konsum- und Sparverhalten,...

...die Lohn- und Preisbildung...

...und den Wechselkurs

Komplexität des Transmissionsprozesses

Die Rolle einer geldpolitischen Strategie

Ein umfassender Handlungsrahmen für geldpolitische Beschlüsse

Der geldpolitische Transmissionsmechanismus stellt also ein komplexes Geflecht wirtschaftlicher Wirkungszusammenhänge dar. Trotz größter Anstrengungen von Wirtschaftsexperten aus der Wissenschaft, den Forschungsinstituten und den Zentralbanken liegen nur unvollständige Kenntnisse über ihn vor. Tatsächlich könnte sich die EZB einem höheren Grad an Unsicherheit gegenüber sehen als viele andere Zentralbanken, da sie die Verantwortung für einen völlig neuen Währungsraum trägt. Darüber hinaus könnten institutionelle Veränderungen und veränderte Verhaltensweisen nach der Einführung der Einheitswährung Anfang 1999 die Beziehung zwischen den verschiedenen ökonomischen Variablen verändert haben. In dem Maße, in dem im Zeitablauf immer mehr Informationen und Forschungsergebnisse vorliegen, wird sich ein besseres Verständnis des geldpolitischen Transmissionsprozesses im Euroraum entwickeln.

3.3 Die Analyse der Risiken für die Preisstabilität in der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB

Vor dem Hintergrund der obigen Ausführungen kann die Herausforderung, der sich die EZB gegenüber sieht, wie folgt dargestellt werden. Der EZB-Rat muss die Bedingungen am Geldmarkt, und damit die Höhe der kurzfristigen Zinssätze, derart beeinflussen, dass durch die Auswirkungen auf das Preisniveau mittels des geldpolitischen Transmissionsprozesses die Preisstabilität auf mittlere Sicht bestmöglich gewährleistet ist.

Die geldpolitische Strategie der EZB ist auf die Erreichung dieses Ziels ausgerichtet. Sie soll einen umfassenden Handlungsrahmen vorgeben, innerhalb dessen Entscheidungen über das angemessene Niveau der Kurzfristzinsen getroffen werden können. Anstatt sich an einer bestimmten Situation auszurichten, hat die EZB eine langfristige Strategie entwickelt, um sicherzustellen, dass im Zeitverlauf ein einheitlicher und systematischer Ansatz für geldpolitische Beschlüsse verfolgt wird. Ein solcher einheitlicher Ansatz trägt dazu bei, Inflationserwartungen zu stabilisieren und die Glaubwürdigkeit der EZB zu stärken.

Die Definition von Preisstabilität ist der Kernpunkt der geldpolitischen Strategie der EZB (siehe Abschnitt 3.1). Des Weiteren stellt die Strategie sicher, dass dem EZB-Rat alle relevanten Informationen und Analysen zur Verfügung gestellt werden, die er für seine geldpolitischen Entscheidungen benötigt, um so die Preisstabilität auf systematische und strukturierte Weise zu gewährleisten. Schließlich muss die Strategie einen Rahmen liefern, um der Öffentlichkeit geldpolitische Entscheidungen auf klare und transparente Weise zu erläutern.

Merkmale einer erfolgreichen Geldpolitik

Aufgrund der Wirkungsverzögerungen im Transmissionsprozess schlagen geldpolitische Maßnahmen heute erst Quartale oder Jahre später auf das Preisniveau durch. Das bedeutet, dass die Zentralbanken heute den erforderlichen geldpolitischen Kurs bestimmen müssen, mit dem die Preisstabilität in der Zukunft gewährleistet wird, nachdem der Transmissionsprozess durchlaufen wurde. In diesem Sinne muss Geldpolitik vorausschauend gestaltet werden.

Wie in Abschnitt 3.2 erläutert, machen die Wirkungsverzögerungen des Transmissionsprozesses es der Geldpolitik darüber hinaus unmöglich, unerwartete Preisschocks kurzfristig einfach auszugleichen (zum Beispiel solche, die durch Änderungen der internationalen Rohstoffpreise ausgelöst werden). Folglich kann eine gewisse kurzfristige Volatilität der Teuerungsraten nicht verhindert werden. Zusätzlich besteht aufgrund der Komplexität des Transmissionsprozesses immer ein großer Unsicherheitsfaktor hinsichtlich der Wirkung der geldpolitischen Impulse. Aus diesen Gründen ist eine mittelfristige Orientierung der Geldpolitik wichtig. Diese beugt übertriebenem Aktivismus und unnötiger (und möglicherweise sich verselbständigender) Volatilität in der Realwirtschaft vor, während gleichzeitig die Preisstabilität auf mittlere Sicht gewährleistet wird. Eine solche mittelfristige Orientierung entspricht der Feststellung der EZB, dass „Preisstabilität (...) mittelfristig beibehalten werden“ muss.

Des Weiteren hat sich die EZB vor allem in den ersten Jahren der Währungsunion einer erheblichen Unsicherheit gegenübergesehen, unter anderem hinsichtlich der Verlässlichkeit der Wirtschaftsindikatoren, der Wirtschaftsstruktur im Euroraum und des Transmissionsmechanismus der einheitlichen Geldpolitik. Ein erheblicher Grad an Unsicherheit besteht jedoch für alle Zentralbanken, sicher nicht nur für die EZB. Eine erfolgreiche Geldpolitik muss daher breit fundiert sein, alle maßgeblichen Informationen berücksichtigen und darf sich nicht auf nur ein einziges Wirtschaftsmodell stützen.

Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB

Im Oktober 1998 einigte sich der EZB-Rat auf die Kernpunkte seiner stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie (eine Betrachtung möglicher alternativer Strategien ist Kasten 3.2 zu entnehmen). Neben der Definition von Preisstabilität besteht die Strategie aus zwei „Säulen“, die die Informationen und Analysen aufbereiten, die den geldpolitischen Erörterungen zugrunde liegen (siehe Abbildung 3.2). Diese zwei Säulen bilden einen Handlungsrahmen für die vorausschauende Beurteilung der Wirtschaftslage auf der Grundlage einer größtmöglichen Fülle an volkswirtschaftlichen Daten und Analyseinstrumenten.

Die zwei Säulen der Strategie sind Instrumente zur Durchführung der notwendigen Analysen, an denen sich die geldpolitischen Beschlüsse orientieren, um das vorrangige Ziel der Preisstabilität zu erreichen. Sie stellen für sich genommen keine eigenständigen Zielsetzungen dar.

Geldpolitik muss vorausschauend gestaltet werden,...

...mittelfristig ausgerichtet sein...

...und damit einem erheblichen Maß an Unsicherheit begegnen

Das Zwei-Säulen-Konzept...

...ist ein Instrument zur Aufbereitung von volkswirtschaftlichen Daten

Abbildung 3.2



Die erste Säule der geldpolitischen Strategie

Die erste Säule der geldpolitischen Strategie weist der Geldmenge eine herausragende Rolle zu. Wie bereits in Abschnitt 3.2 dargelegt, herrscht in Fachkreisen weitgehender Konsens über die letztendlich monetären Ursachen einer Inflation auf mittlere bis längere Sicht. Eine der bemerkenswertesten empirischen Regelmäßigkeiten in der Makroökonomie ist die stabile langfristige Beziehung zwischen Preisniveau und Geldmenge, vor allem, wenn Letztere mit Hilfe weit gefasster Geldmengenaggregate gemessen wird. Die Geldmengenentwicklung enthält Informationen über die künftige Preisentwicklung und kann damit bei der Gesamtbewertung der Risiken für die Preisstabilität hilfreich sein. Zudem können Geldmengen- und Kreditaggregate auch bei der Transmission von geldpolitischen Impulsen auf das Preisniveau eine Rolle spielen. Aus all diesen Gründen ist es wichtig, dass eine Zentralbank die Geldmengen- und Kreditentwicklung aufmerksam verfolgt. Indem sie der Geldmenge eine herausragende Rolle in ihrer Strategie zugewiesen hat, hat die EZB der Öffentlichkeit klar ihre Absicht signalisiert, eine solche monetäre Analyse durchzuführen.

Die herausragende Rolle der Geldmenge...

Die herausragende Rolle der Geldmenge in der Strategie der EZB kommt in der Bekanntgabe eines quantitativen Referenzwerts für das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 zum Ausdruck (siehe Kasten 3.3). Die Ausrichtung an der Geldmenge M3 liegt in ihren günstigen empirischen Eigenschaften begründet. Die Mehrzahl der empirischen Untersuchungen zum Euro-Währungsgebiet stützt die Meinung, dass es eine stabile (langfristige) Geldnachfragebeziehung gibt, die M3 mit dem Preisniveau und anderen gesamtwirtschaftlichen Größen in Beziehung setzt. Es hat sich außerdem gezeigt, dass M3 vor allem bei einer mittelfristigen Betrachtung Vorlaufeigenschaften für die künftige Preisentwicklung aufweist.

Der Referenzwert stellt kein Geldmengenziel dar. Die EZB versucht nicht, das M3-Wachstum durch eine Veränderung der Zinssätze so zu steuern, dass es jederzeit dem Referenzwert entspricht. Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert werden jedoch im Rahmen anderer Wirtschaftsdaten genau analysiert, um die in ihnen enthaltenen Informationen hinsichtlich der Risiken für die Preisstabilität herauszufiltern. Jede geldpolitische Reaktion ist darauf ausgerichtet, den im Rahmen dieser umfangreichen Analyse aufgezeigten Risiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken.

Es gibt eine Reihe von Gründen dafür, dass die Geldpolitik nicht mechanisch auf Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert reagiert. Zum einen kann sich der Zusammenhang zwischen Geldmenge, Preisen und Konjunktorentwicklung – eine Beziehung, die als die „Umlaufgeschwindigkeit“ des Geldes zusammengefasst werden kann – auf kurze Sicht als komplexer und weniger stabil erweisen als über längere Zeithorizonte hinweg. Bei der Analyse der Geldmengenentwicklung müssen solche komplexen Zusammenhänge berücksichtigt werden. Zum anderen können strukturelle Veränderungen im Banken- und Finanzsystem die Umlaufgeschwindigkeit und damit das Verhältnis zwischen der Geldmenge und dem Transaktionsniveau dauerhaft verändern. Eine wichtige Aufgabe der von der EZB durchgeführten monetären Analyse ist es, zwischen vorübergehenden und andauernden Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit zu unterscheiden, sodass die in der Geldmengenentwicklung enthaltenen Informationen angemessen interpretiert werden können.

Schließlich kann die Geldmengenentwicklung auch durch „Sonderfaktoren“ beeinflusst werden, die aufgrund institutioneller Veränderungen zum Beispiel bei der steuerlichen Erfassung von Zins- oder Kapitalerträgen entstehen. Diese Sonderfaktoren können zu Veränderungen bei der Geldhaltung führen, da Privatpersonen und Unternehmen auf Veränderungen hinsichtlich der Attraktivität von in der Definition der Geldmenge enthaltenen Bankeinlagen im Vergleich zu alternativen Finanzinstrumenten reagieren werden. Die durch diese Sonderfaktoren hervorgerufenen Geldmengenentwicklungen dürften allerdings hinsichtlich der Aussichten für die Preisstabilität nur einen sehr geringen Informationsgehalt aufweisen. Aus diesem Grund beinhaltet die monetäre Analyse der EZB eine genaue Beurteilung der Sonderfaktoren, die die Geldmenge beeinflussen. Darüber hinaus kann es gelegentlich zu statistischen Verzerrungen kommen, die zur Folge haben, dass die angegebenen Daten nicht gänzlich der statistischen Abgrenzung

...kommt in der Bekanntgabe des Referenzwerts zum Ausdruck,...

...der kein Geldmengenziel ist...

...und keine mechanischen geldpolitischen Reaktionen auslöst

Feststellung von „Sonderfaktoren“ und Verzerrungen

Alternative geldpolitische Strategien

Von anderen Zentralbanken werden bzw. wurden eine Reihe andersartiger geldpolitischer Strategien verfolgt. Einige von ihnen wurden vom EWI und von der EZB in Betracht gezogen, bevor die Entscheidung zugunsten der stabilitätsorientierten Zwei-Säulen-Strategie getroffen wurde.

Eine solche Strategie ist die **Geldmengensteuerung**. In der Praxis bedeutet dies, dass eine Zentralbank die Schlüsselzinssätze verändert, um das Geldmengenwachstum auf eine bestimmte vorher bekannt gegebene Rate zu beschleunigen oder zu verlangsamen. Dieses Geldmengenziel wird so abgeleitet, dass es im Einklang mit Preisstabilität steht. Eine derartige Strategie basiert auf zwei Voraussetzungen: Erstens muss auf mittlere Sicht ein stabiler Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau (z. B. in Form einer Geldnachfragegleichung) bestehen. Wenn dies der Fall ist, kann ein mit Preisstabilität zu vereinbarender Pfad für die Geldmenge abgeleitet werden. Zweitens muss die Geldmenge durch die Geldpolitik über einen abgegrenzten Zeitraum steuerbar sein. Insgesamt gesehen gewährleisten diese beiden Bedingungen, dass die Zentralbank Veränderungen der Schlüsselzinsen dazu nutzen kann, die Geldmenge entlang dem vorgesehenen Pfad zu steuern und somit – wegen der Stabilität des Geldmengen-Preis-Zusammenhangs – indirekt Preisstabilität zu gewährleisten.

Die Erfahrung der Zentralbanken mit diesem Ansatz beeinflusste zwar die Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie der EZB, der EZB-Rat entschied sich jedoch gegen eine reine Geldmengensteuerung. Diese Entscheidung trug der Tatsache Rechnung, dass neben der Geldmenge noch andere gesamtwirtschaftliche Variablen Informationen enthalten, die für geldpolitische Entscheidungen mit dem Ziel der Preisstabilität von Bedeutung sind. Außerdem gibt es einige Unsicherheitsfaktoren hinsichtlich der empirischen Eigenschaften der Geldmenge im Euro-Währungsgebiet, die in möglichen insti-

tutionellen und verhaltensmäßigen Veränderungen infolge des Eintritts in die Währungsunion sowie – ganz allgemein – in der Möglichkeit eines Auftretens von Sonderfaktoren, die die Geldmengenentwicklung zeitweise verzerren könnten, begründet liegen. Es dürfte daher schwierig sein, sich ausschließlich auf die monetäre Analyse zu stützen.

Eine andere Strategie ist die **direkte Inflationssteuerung**. Dabei geht es nicht um die Ausrichtung geldpolitischer Entscheidungen an der Geldmenge; vielmehr konzentriert sich dieser Ansatz auf die Inflationsentwicklung an sich in Relation zu einem veröffentlichten Inflationsziel. Zentralbanken, die diesen Ansatz verfolgen, treffen geldpolitische Entscheidungen als eine mehr oder weniger mechanistische Reaktion auf Abweichungen eines Vorhersagewerts eines bestimmten Indikators der Preisentwicklung von einem für einen bestimmten Zeitraum festgelegten Inflationsziel. Die Inflationsprognose der Zentralbanken steht daher im Mittelpunkt der geldpolitischen Analyse und Diskussion, und zwar sowohl innerhalb der Zentralbanken als auch gegenüber der Öffentlichkeit.

Die EZB hat sich aus zahlreichen Gründen gegen eine solche Strategie entschieden. Erstens liefert die ausschließliche Konzentration auf einen Prognosewert für die Inflation keine umfassende und verlässliche Grundlage, um die Art der Risiken für die Preisstabilität feststellen zu können. Eine angemessene geldpolitische Reaktion wird jedoch in der Regel von der Ursache der Risiken für die Preisstabilität abhängen. Dies erfordert zumindest eine tiefer gehende Analyse der zugrunde liegenden Wirtschaftslage und des wirtschaftlichen Verhaltens, als dies bei einer ausschließlichen Inflationsprognose der Fall ist. Zweitens sind bei einer reinen Strategie direkter Inflationsziele verschiedene Aspekte, wie beispielsweise der festgelegte Prognosezeitraum (z. B. zwei Jahre), der sich auf die geldpolitischen Entscheidungen auswirkt, etwas willkürlich. Drittens sind die in Geldmengenaggregaten enthalte-

nen, für die Geldpolitik relevanten Informationen nur schwerlich in die Inflationsprognosen zu integrieren, die auf herkömmlichen gesamtwirtschaftlichen Modellen basieren. Schließlich hielt es die EZB für unklug, sich angesichts der mit der wirtschaftlichen Struktur des Euro-Währungsgebiets verbundenen erheblichen Unsicherheiten ausschließlich auf einen einzigen Prognosewert zu stützen. Man zog es vor, bei der Analyse der Wirtschaftsdaten unterschiedliche Methoden zu verwenden, die auf verschiedene Analyseansätze zurückgreifen.

Die dritte Strategie ist die **Wechselkurssteuerung**; sie wurde von mehreren europäischen Ländern im Vorfeld der dritten Stufe der Wirt-

schafts- und Währungsunion im Rahmen des Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems verfolgt. Für kleine offene Volkswirtschaften, in denen die Produktion und der Konsum international gehandelter Güter einen Großteil der Volkswirtschaft ausmachen, können Wechselkursentwicklungen aufgrund ihrer Auswirkungen auf die Importpreise einen erheblichen Einfluss auf das Preisniveau ausüben. Die Strategie der Wechselkurssteuerung wurde für das Euro-Währungsgebiet als unangemessen erachtet, nicht zuletzt deshalb, weil das Eurogebiet eine große und relativ geschlossene Volkswirtschaft ist, in der sich die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung auf das Preisniveau eher in Grenzen halten.

der monetären Aggregate entsprechen. Solche Verzerrungen können jedoch oft statistisch nachgewiesen und quantitativ abgeschätzt werden. Sind die jeweiligen Ergebnisse dann statistisch abgesichert, kann die veröffentlichte Datenreihe zur Geldmenge entsprechend korrigiert werden.

Der Referenzwert ist ein wichtiges Element der Strategie und stellt eine sichtbare öffentliche Verpflichtung der EZB dar, der Geldmenge in ihren geldpolitischen Beschlüssen eine vorrangige Rolle einzuräumen und der Öffentlichkeit diese Rolle zu erläutern. Da es einer genauen und relativ komplexen monetären Analyse bedarf, um die für die geldpolitischen Entscheidungen relevanten Informationen zu erhalten, orientiert sich die EZB nicht ausschließlich an den Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert. Im Rahmen der ersten Säule werden eine große Anzahl weiterer monetärer und finanzieller Größen in regelmäßigen Abständen einer detaillierten Analyse unterzogen. So werden zum Beispiel auch Entwicklungen in den Komponenten von M3 (wie Bargeldumlauf, befristete Einlagen usw.) untersucht, da durch sie ein Einblick in die Entwicklung von M3 insgesamt gewonnen werden kann. In diesem Zusammenhang können enger gefasste Aggregate wie M1 möglicherweise Hinweise auf die realwirtschaftliche Konjunkturlage geben. Desgleichen können Veränderungen in der Kreditgewährung an den privaten Sektor Aufschluss über die Finanzierungsbedingungen geben und durch die MFI-Bilanz zusätzliche Informationen über die Geldmenge gewonnen werden. Eine solche Analyse ermöglicht einen besseren Einblick in das Verhalten des Geldmengenaggregats M3 in Relation zum Referenzwert und vermittelt einen Gesamteindruck von der Liquiditätsausstattung in der Volkswirtschaft und ihren Auswirkungen auf die Risiken für die Preisstabilität.

Analyse der Komponenten und Gegenposten von M3

Der Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum

Der herausragenden Rolle der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie der EZB wird durch die Bekanntgabe eines Referenzwerts für das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 Ausdruck verliehen. Der Referenzwert wurde in einer Art und Weise abgeleitet, die im Einklang mit der Gewährleistung von Preisstabilität steht. Erhebliche und anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert würden unter normalen Bedingungen Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht signalisieren.

Die Ableitung des Referenzwerts stützt sich auf den Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum (ΔM), Inflation (ΔP), realem BIP-Wachstum (ΔYR) und Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit (ΔV). Dieser Gleichung zufolge, die allgemein als "Quantitätsgleichung" bekannt ist, entspricht die Veränderung der Geldmenge in einer Volkswirtschaft der Veränderung des nominalen Transaktionsvolumens (hierfür wird die Veränderung des realen BIP zuzüglich der Veränderung des Preisniveaus angesetzt) abzüglich der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit. Die zuletzt genannte Variable kann als die Geschwindigkeit definiert werden, mit der Geld zwischen verschiedenen Geldhaltern transferiert wird; sie bestimmt daher, wie viel Geld erforderlich ist, um für ein bestimmtes nominales Transaktionsvolumen eingesetzt zu werden.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Der Referenzwert trägt der Definition von Preisstabilität als Anstieg des HVPI für das Euro-Währungsgebiet von jährlich unter 2 % Rechnung. Außerdem stützt sich die Ableitung des Referenzwerts auf mittelfristige Annahmen hinsichtlich der Entwicklung des Produktionspotenzials und des Trends der Umlaufgeschwindigkeit von M3. 1998 ging man aufgrund von Schätzungen internationaler Organisationen sowie der EZB von einem mittelfristigen Trend des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet von 2 % bis 2 ½ % pro Jahr aus. Verschiedene Methoden wurden angewandt, um zu der Annahme über die Umlaufgeschwindigkeit zu gelangen; dabei wurden sowohl einfache (univariate) Trends als auch Informationen aus komplexeren Geldnachfragemodellen herangezogen. Insgesamt gesehen wiesen die Ergebnisse dieser Analysen auf einen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M3 in einem Bereich von ½ % bis 1 % jährlich hin. Auf der Grundlage dieser Annahmen setzte der EZB-Rat den Referenzwert im Dezember 1998 auf 4 ½ % pro Jahr fest. Da es keine neuen wesentlichen Erkenntnisse gab, die zu einer maßgeblichen Veränderung der zugrunde liegenden Annahmen geführt hätten, wurde der Referenzwert bei der Überprüfung durch den EZB-Rat im Dezember 1999 und im Dezember 2000 bestätigt.

Die zweite Säule der geldpolitischen Strategie

Um angemessene geldpolitische Entscheidungen treffen zu können, müssen umfassende und breit fundierte Informationen verfügbar sein. Aus diesem Grund wird parallel zu der Analyse des Geldmengenwachstums in Relation zum Referenzwert ein breites Spektrum von anderen ökonomischen und finanziellen Größen im Rahmen der zweiten Säule der Strategie genau untersucht. Diese Variablen werden ebenfalls im Hinblick auf die möglicherweise in ihnen enthaltenen Informationen beurteilt, die für die auf Preisstabilität ausgerichteten geldpolitischen Beschlüssen von Bedeutung sind.

Die Analyse im Rahmen der zweiten Säule...

Die im Rahmen der zweiten Säule durchgeführte Analyse soll vor allem den Einfluss einer Reihe von Faktoren herausstellen, die sich normalerweise auf kürzere Sicht auf die Preisentwicklung auswirken. Solche Faktoren sind für die Geldpolitik von Belang, da sich ihre Auswirkungen verfestigen und somit die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht gefährden können. Im Einklang mit den herkömmlichen Konjunkturmodellen stehen im Mittelpunkt dieser Analyse häufig die Auswirkungen des Zusammenspiels von Angebot und Nachfrage und/oder des Kostendrucks auf die Preisgestaltung an den Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten.

Um angemessene Entscheidungen zu treffen, muss der EZB-Rat über ein umfassendes Verständnis der aktuellen Wirtschaftslage verfügen und den spezifischen Charakter und das Ausmaß ökonomischer Störungen kennen, die die Preisstabilität gefährden. So kann sich zum Beispiel die angemessene geldpolitische Reaktion auf die Folgen eines vorübergehenden Anstiegs der internationalen Ölpreise für die Inflationsrate von der angemessenen Reaktion unterscheiden, die bei einer erhöhten Teuerungsrate aufgrund einer über dem Produktivitätszuwachs liegenden Lohnerhöhung geboten wäre. Im ersten Fall kommt es zu einem vorübergehenden kurzen Anstieg der Teuerungsrate, der sich schon bald wieder umkehrt. So gesehen dürfte dieser Schock, sofern er nicht zu höheren Inflationserwartungen führt, für die Preisstabilität auf mittlere Sicht keine große Gefahr darstellen. Im Fall übermäßiger Lohnerhöhungen besteht die Gefahr, dass eine selbsttragende Spirale von höheren Kosten, höheren Preisen und höheren Lohnforderungen entsteht. Um einer solchen Spirale entgegenzuwirken, dürften entschlossene geldpolitische Maßnahmen die beste Reaktion sein, die die Verpflichtung der Zentralbank zur Gewährleistung der Preisstabilität bekräftigen und so zu einer Stabilisierung der Inflationserwartungen beitragen.

Im Rahmen der zweiten Säule überprüft die EZB regelmäßig die Entwicklung der Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktbedingungen insgesamt, die Entwicklung einer breiten Palette von Preis- und Kostenindikatoren und der Finanzpolitik sowie der Zahlungsbilanz für das Eurogebiet. Kasten 3.4 untersucht die statistische Basis für die von der EZB im Rahmen der zweiten Säule analysierten Indikatoren der wirtschaftlichen Entwicklung und unterstreicht, wie wichtig die Verfügbarkeit von qualitativ hochwertigen statistischen Daten ist.

Darüber hinaus wird auch die Entwicklung von Finanzmarktindikatoren und der Preise für Vermögenswerte genau beobachtet. Bewegungen der Preise für Vermögenswerte können die Preisentwicklung über Einkommens- und Vermögenseffekte beeinflussen. Ein Anstieg der Aktienkurse zum Beispiel führt dazu, dass Privathaushalte, die Aktien besitzen, reicher werden und sich dazu entschließen könnten, mehr zu konsumieren. Dies wird zu einer erhöhten Konsumnachfrage führen und könnte den inländischen Inflationsdruck steigern. Umgekehrt können fallende Aktienkurse dazu führen, dass Privathaushalte ihren Konsum einschränken.

...konzentriert sich auf das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten...

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

Analyse von realwirtschaftlichen Indikatoren,...

...Finanzmarktindikatoren...

Statistiken im Zusammenhang mit den wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Wie in Kapitel 3 dargelegt, ist die Wirkungskette, durch die geldpolitische Entscheidungen und Preisniveau miteinander verbunden sind, komplex und betrifft verschiedene Bereiche der Wirtschaft. Daher gilt es, ein breites Spektrum an Indikatoren zu beobachten, um die Aussichten für die Preisstabilität beurteilen zu können.

Zum einen können mit Blick auf die *Preis- und Kostenentwicklung* neben dem HVPI und seinen Komponenten Angaben zur Preisentwicklung in der Industrie, gemessen an den Erzeugerpreisen, eine wichtige Rolle dabei spielen, mögliche künftige Änderungen der Verbraucherpreise anzuzeigen, denn in der Regel schlagen Veränderungen der Produktionskosten auf die Verbraucherpreise durch. Die Arbeitskosten, die ein wichtiger Bestandteil der gesamten Produktionskosten sind, üben einen beträchtlichen Einfluss auf die Preisbildung aus. Außerdem geben Arbeitskostenstatistiken Auskunft über die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft im Eurogebiet.

Zum anderen vermitteln Indikatoren der *Produktion und Nachfrage* (Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Konjunkturstatistiken zur Lage in der Industrie und im Dienstleistungssektor, Auftragseingang und qualitative Erhebungsdaten) Erkenntnisse über die Position der Wirtschaft im Konjunkturzyklus, einem wichtigen Bestandteil der von der EZB erstellten Analyse der Aussichten für die Preisentwicklung. Zudem sind *Arbeitsmarktdaten* (zu Beschäftigung, Arbeitslosigkeit, offenen Stellen, Erwerbsbeteiligung) von entscheidender Bedeutung bei der Überwachung konjunktureller Entwicklungen und der Beurteilung struktureller Veränderungen in der Funktionsweise der Wirtschaft des Eurogebiets. Darüber hinaus entfällt ein erheblicher Teil der Wirtschaftsaktivität auf den Staatssektor, sodass Angaben sowohl zu den finanziellen als auch nichtfinanziellen Konten des *Staatssektors* unbedingt erforderlich sind.

Schließlich geben die (von der EZB erstellten) *Zahlungsbilanzstatistiken* neben den von Eurostat gelieferten Außenhandelstatistiken wichtige Hinweise auf Entwicklungstendenzen im Export- und Importgeschäft, die über ihre Wirkung auf die Nachfragebedingungen den Preisauftrieb beeinflussen können. Diese Daten ermöglichen auch eine genaue Beobachtung der Außenhandelspreise, für die man derzeit die Indizes der Aus- bzw. Einfuhrdurchschnittswerte als Ersatzindikatoren heranzieht. Diese Indizes tragen insbesondere zur Beurteilung der potenziellen Auswirkungen von Einfuhrpreisveränderungen infolge von Wechselkursbewegungen und Änderungen der Rohstoffpreise (wie z. B. Öl) bei. Obwohl es sich beim Euro-Währungsgebiet im Vergleich zu den einzelnen Euro-Teilnehmerländern um eine relativ geschlossene Volkswirtschaft handelt, wirkt sich eine importierte Inflation durchaus auf die inländischen Erzeuger- und Verbraucherpreise aus. (Darüber hinaus bilden Zahlungsbilanzangaben zum Kapitalverkehr einen wichtigen Indikator für die monetäre und finanzielle Analyse.)

Qualitativ hochwertige Statistiken sind unerlässlich, um ein zuverlässiges Bild von der Wirtschaft zu zeichnen. Politische Fehlentscheidungen aufgrund unvollständiger oder unzuverlässiger Statistiken können kostspielig im Sinne einer höheren Inflation oder höheren Volatilität des realen Wachstums sein. Bei der Qualität der Statistiken sind zahlreiche Aspekte zu berücksichtigen. Erstens sollten *alle Wirtschaftszweige* erfasst werden. Insbesondere werden neben den herkömmlichen statistischen Angaben zur Industrie und zum Handel Indikatoren für den immer bedeutender werdenden Dienstleistungssektor benötigt. Zweitens ist eine *Harmonisierung* der Konzepte und Methoden unentbehrlich, um sicherzustellen, dass jeder aus den nationalen Datenreihen abgeleitete Indikator für das Eurogebiet die Entwicklung präzise abbildet und somit zuverlässige Informationen für geldpolitische Ent-

scheidungen liefert. Drittens sind die *Aktualität der Daten sowie eine ausreichend hohe Periodizität der Erhebung* für die Durchführung der Geldpolitik von entscheidender Bedeutung. Nur zeitnahe Statistiken können Hinweise auf die aktuelle Wirtschaftslage geben. Hinsichtlich der *geographischen Erfassung* sind darüber hinaus aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet insgesamt wie auch für die einzelnen Länder von äußerster Wichtigkeit. Und viertens sind für die ökonometrische Analyse, die zu einem besseren Verständnis der Wirtschaft des Eurogebiets verhilft, weit *zurückreichende Zeitreihen* unentbehrlich.

Die Bereitstellung von Statistiken für das Eurogebiet wird ständig weiterentwickelt und

verbessert. Einheitliche methodische Standards wurden bereits für viele Bereiche der Statistik des Euro-Währungsgebiets festgelegt und Fortschritte sowohl hinsichtlich der Verfügbarkeit als auch der Aktualität erzielt. In diesem Zusammenhang wurden zahlreiche Initiativen ergriffen, darunter insbesondere der Aktionsplan zu den statistischen Anforderungen der WWU vom September 2000, der von der Europäischen Kommission (Eurostat) in enger Zusammenarbeit mit der EZB erarbeitet wurde und eine detaillierte Aufstellung der vorrangig umzusetzenden Verbesserungen bei den Wirtschaftsstatistiken enthält.

Zudem können anhand der Preise für Vermögenswerte und der Anlagerenditen Erkenntnisse über die Erwartungen an den Finanzmärkten gewonnen werden, darunter auch über die erwartete zukünftige Preisentwicklung. Im Kauf und Verkauf von Anleihen durch die Finanzmarktteilnehmer drücken sich beispielsweise implizit deren Erwartungen hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Zinssätze und Preise aus. Unter Verwendung einer Reihe von Methoden kann die EZB die Finanzmarktpreise dahingehend analysieren, um aus ihnen die impliziten Erwartungen des Markts hinsichtlich der zukünftigen Entwicklungen herauszufiltern.

Desgleichen wird die Wechselkursentwicklung hinsichtlich ihrer Auswirkung auf die Preisstabilität genau beurteilt. Wie in Abschnitt 3.2 erläutert, wirken sich Wechselkursbewegungen über ihren Einfluss auf die Importpreise unmittelbar auf die Preisentwicklung aus. Veränderungen des Wechselkurses können auch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von im Inland produzierten Waren auf den internationalen Märkten verändern und so die Nachfrage und möglicherweise die Preisperspektiven beeinflussen. Wenn solche Wechselkurseffekte die Erwartungen und das Verhalten der am Lohn- und Preisbildungsprozess Beteiligten verändern, könnte ein wechselkursbedingtes Potenzial für Zweitrundeneffekte bestehen. Alle diese Informationen müssen im Rahmen einer am Ziel der Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik berücksichtigt werden.

Im Rahmen der zweiten Säule werden zweimal jährlich von den Experten des Eurosystems gesamtwirtschaftliche Projektionen erstellt. Sie liefern einen wichtigen Beitrag zu den verschiedenen Entscheidungsgrundlagen des EZB-Rats, geben jedoch nicht das Urteil des Rates über die geldpolitische Lage wieder. Die Projektionen untermauern die vorausschauende Orien-

...und Wechselkurs-
entwicklungen

Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen...

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

...Modellen und dem Fachwissen der Experten...

...sind kein Patentrezept...

tierung der Geldpolitik. In ihnen wird eine große Menge an Informationen gesammelt und zusammengefügt, die in anderer Form für geldpolitische Erörterungen zu komplex wären. Die Projektionen bieten auch eine Plattform für die schlüssige und in sich stimmige Integration der Wirtschaftsanalyse im Rahmen der zweiten Säule, worin sich die bisherigen Erfahrungen und die grundlegenden volkswirtschaftlichen Zusammenhänge widerspiegeln sollen. Die Projektionen selbst sind jedoch unsicher, und diese Unsicherheit wächst mit der Dauer des (Projektions-)Zeitraums. Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen werden als Bandbreiten von der EZB veröffentlicht, um die damit verbundene Unsicherheit deutlich zu machen.

Der Begriff „Projektion“ wird verwendet, um zu verdeutlichen, dass die veröffentlichten Projektionen das Ergebnis eines Szenarios sind, das auf einer Reihe technischer Grundannahmen beruht, darunter die Annahme unveränderter Kurzfristzinsen. In vielen Zentralbanken werden auf diese Art Prognosen erstellt, um die geldpolitischen Entscheidungsträger bestmöglich zu informieren. Angesichts dessen sollte klar sein, dass die Projektion im Allgemeinen – vor allem auf längere Sicht – nicht der beste Indikator künftiger Entwicklungen ist. Vielmehr dürfte sie in der Praxis widerlegt werden, sofern sie nicht mit Preisstabilität im Einklang steht, da die Geldpolitik immer auf mögliche Gefahren für die Preisstabilität reagieren wird. Die von Experten des Eurosystems erstellten makroökonomischen Projektionen zur Inflation sollten daher keinesfalls so betrachtet werden, als würden sie die Verpflichtung des EZB-Rats, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten, in Frage stellen. Die an der Festlegung der Löhne und Preise Beteiligten sowie Unternehmen und Privathaushalte sollten auf die quantitative Definition von Preisstabilität der EZB als „beste Vorhersage“ der mittelfristigen Preisentwicklung vertrauen.

Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems werden unter Verwendung einer Reihe von Methoden und Eingangsfaktoren erstellt. Für den Euroraum wie auch für einzelne Euro-Länder stehen eine Reihe verschiedener makro-ökonomischer Modelle zur Verfügung. Bei Modellunsicherheit ist die Verwendung einer Vielzahl von Modellen, die verschiedene Auffassungen über die Wirtschaftsstruktur widerspiegeln und mittels verschiedener Methoden erstellt wurden, der Verwendung eines einzigen, allumfassenden Ansatzes vorzuziehen. Die anhand dieser Modelle erstellten Projektionen werden mit dem Fachwissen der Experten in den Stäben der EZB und der NZBen abgeglichen.

Auch wenn die gesamtwirtschaftlichen Projektionen eine wichtige Rolle spielen, sind sie kein Patentrezept. Zum einen beruhen sie immer auf spezifischen Grundannahmen – etwa bezüglich der Ölpreis- oder Wechselkursentwicklung –, über die nicht unbedingt Einigkeit herrscht und die sich rasch ändern können, womit die Projektionen bereits wieder überholt wären. Darüber hinaus hängt die endgültige Projektion in einem beachtlichen Maß von dem zugrunde gelegten konzeptionellen Ansatz und den verwendeten Techniken ab. Jeder Ansatz ist immer eine vereinfachte Abbildung der Realität und berücksichtigt möglicherweise nicht immer die für die Geldpolitik

relevanten Kernpunkte. Gesamtwirtschaftliche Projektionen können außerdem lediglich eine zusammenfassende Beschreibung der Volkswirtschaft liefern und berücksichtigen demnach nicht alle relevanten Informationen. Vor allem sind wichtige Informationen etwa aus den Geldmengen- und Kreditaggregaten nur schwer in den Rahmen für die Erstellung der Projektionen zu integrieren, oder aber Informationen ändern sich, nachdem die Projektionen erstellt wurden. Außerdem gehen in die Projektionen auch unweigerlich die Meinungen der Experten ein, und es mag gute Gründe geben, bestimmte Ansichten nicht zu teilen.

Aus all diesen Gründen spielen die gesamtwirtschaftlichen Projektionen der Experten des Eurosystems eine wichtige, aber begrenzte Rolle in der Geldpolitik der EZB. Der EZB-Rat beurteilt sie zusammen mit einer Fülle anderer Informationen und Formen der Analyse innerhalb des Zwei-Säulen-Konzepts. Dazu zählen die monetäre Analyse im Rahmen der ersten Säule sowie die Analyse von Finanzmarktpreisen, einzelnen Indikatoren und den Prognosen anderer Institutionen im Rahmen der zweiten Säule. Der EZB-Rat verwendet also die von den Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht als Hauptinstrument zur Strukturierung und Kommunikation seiner Beurteilung.

Die EZB beschloss im Dezember 2000, zweimal jährlich gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten des Eurosystems in ihrem Monatsbericht zu veröffentlichen.

Weshalb zwei Säulen?

Die Unsicherheit in Bezug auf die Wirtschaft und das unvollkommene Verständnis ihrer Funktionsweise im Allgemeinen – und des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik im Besonderen – spiegeln sich in der Vielzahl von Inflationsmodellen wider. Diese Modelle gehen von verschiedenen Ansätzen in Bezug auf die Funktionsweise der Wirtschaft aus und/oder messen den verschiedenen Übertragungskanälen geldpolitischer Impulse, die in Abschnitt 3.2 dargelegt wurden, unterschiedlich große Bedeutung bei. In einigen Modellen wird beispielsweise die Rolle der Geldmenge innerhalb des Transmissionsmechanismus unterstrichen, während andere Modelle die Bedeutung nichtmonetärer Einflüsse hervorheben, wie Veränderungen im Verhältnis zwischen Angebot und Nachfrage und/oder den Kostendruck im Rahmen der Preisgestaltung an den Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten. Viele dieser Modelle bilden wichtige Elemente der Wirklichkeit ab, doch scheint keines in der Lage, die Realität vollständig zu beschreiben. Jedes Einzelmodell ist deshalb zwangsläufig unvollständig, gibt aber potenziell einen nützlichen Einblick in die wirtschaftlichen Entwicklungen. Unter diesen Umständen wäre es unklug, sich bei geldpolitischen Entscheidungen ausschließlich auf einen bestimmten Ansatz oder Indikator zu stützen.

Angesichts der Vielzahl der vorhandenen Modelle hat die EZB entschieden, ihre geldpolitischen Analysen in zwei Säulen zu gliedern. Damit hat die EZB der Tatsache Rechnung getragen, dass es sich als sehr schwierig erwiesen hat, der Geldmenge in konventionellen realwirtschaftlichen Modellen eine hervorgehobene Rolle zuzuweisen, obwohl der Zusammenhang zwischen

...spielen aber eine wichtige, jedoch begrenzte Rolle

Modellunsicherheit

Modellvielfalt

Geldmenge und Preisen unbestritten ist und empirische Untersuchungen belegen, dass Geldmengenaggregate Vorlaufindikatoren für die Preisentwicklung und ein wichtiger Transmissionskanal der geldpolitischen Impulse sein können. Die erste Säule besteht daher gewissermaßen aus einer Gruppe von Modellen und Analyseansätzen, die davon ausgehen, dass der Geldmenge als Bestimmungsfaktor des Preisniveaus eine wichtige Rolle zukommt, und die gleichzeitig die Übertragungswege geldpolitischer Impulse berücksichtigen, bei denen die Geldmenge eine wichtige Rolle spielt. Die zweite Säule umfasst eine Reihe alternativer Modelle des Inflationsprozesses, vor allem solche, die das Zusammenspiel zwischen Angebot und Nachfrage und/oder den Kostendruck sowie die Übertragungswege über diese Variablen hervorheben.

So werden im Rahmen der beiden Säulen eine Reihe von Modellen betrachtet. Zudem werden diese Modelle ständig durch neue empirische und analytische Methoden aus der Forschung weiterentwickelt, die der Untersuchung der Struktur der Volkswirtschaft und des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik im Euroraum dienen.

Wechselseitige
Überprüfung von
Informationen

Angesichts der Unsicherheiten, denen sich Zentralbanken gegenübersehen, sollten diese die von verschiedenen Indikatoren ausgehenden Signale wechselseitig überprüfen und vergleichen und die verfügbaren Informationen sowie die Konsequenzen ihres Handelns anhand mehrerer plausibler Wirtschaftsmodelle beurteilen. Dabei stellen geldpolitische Entscheidungen, die im Rahmen einer Vielzahl plausibler Modelle und unter den verschiedensten denkbaren Bedingungen zu guten Ergebnissen führen, auf mittlere Sicht oft die beste Wahl dar.

Robuste Geldpolitik

Die Strategie der EZB sollte unter diesem Aspekt beurteilt werden. Sie bildet einen Rahmen, der nicht nur alle relevanten Informationen umfasst, sondern der auch mehreren Interpretationen dieser Informationen Rechnung trägt. Damit verringert der Zwei-Säulen-Ansatz die Gefahr geldpolitischer Fehlentscheidungen, die infolge einer allzu starken Fixierung auf einen einzelnen Indikator, einen einzelnen Vorhersagewert oder ein einzelnes Modell auftreten. Man könnte sagen, dass die Strategie der EZB durch die Verwendung eines diversifizierenden Ansatzes für die Interpretation der Wirtschaftsbedingungen eine robuste Geldpolitik in einem unsicheren Umfeld ermöglicht.

Keine mechanischen
Reaktionen auf
einzelne Indikatoren
oder Prognosen

Der EZB-Rat wählt die geldpolitischen Instrumente des Eurosystems so, dass sie dem Erreichen seines vorrangigen Ziels bestmöglich dienen. Die Signale hinsichtlich der Gefahren für die Preisstabilität, die von den beiden Säulen der Strategie ausgehen, bilden dafür die Grundlage. Die Geldpolitik reagiert also nicht mechanisch auf die Entwicklung eines einzelnen Indikators oder einer einzelnen Prognose. Vielmehr bewertet, überprüft und bündelt sie die Informationen aus den beiden Säulen in einer Gesamteinschätzung der Art und des Umfangs von Schocks und der daraus resultierenden Wirtschaftslage sowie der bestehenden Gefahren für die Preisstabilität; in die Gesamteinschätzung geht auch das eigene geldpolitische Urteil der Mitglieder des EZB-Rats als ein wichtiges Element ein.

3.4 Rechenschaftspflicht, Transparenz und Kommunikation

Zentralbankunabhängigkeit, Rechenschaftspflicht und Transparenz

Wie in Kapitel I erläutert, ist es sinnvoll, eine unabhängige Zentralbank, auf die kein potenzieller politischer Druck ausgeübt werden kann, mit der Aufgabe der Gewährleistung der Preisstabilität und somit mit der Sicherung des Geldwerts zu betrauen. Gleichzeitig verpflichtet die Übertragung der Entscheidungsbefugnis auf eine unabhängige Institution diese, über die Erfüllung ihres Mandats Rechenschaft abzulegen. Eine unabhängige Zentralbank muss wie jede andere öffentliche Einrichtung der Öffentlichkeit ihre Entscheidungen erklären und Verantwortung für ihre Handlungen übernehmen. Die Rechenschaftspflicht diszipliniert die Zentralbank, damit sie ihre Aufgaben so gut wie möglich erfüllt.

In einer Demokratie geht die Rechenschaftspflicht Hand in Hand mit der Unabhängigkeit der Zentralbank. Ein klar definiertes und begrenztes Mandat ist die Grundlage für die demokratische Legitimität der Übertragung der Geldpolitik auf eine unabhängige Zentralbank; die vorrangige Ausrichtung an dem Mandat der Preisstabilität ermöglicht die öffentliche Kontrolle einer unabhängigen Zentralbank.

Die Begriffe „Rechenschaftspflicht“ und „Transparenz“ werden manchmal synonym verwendet. Es ist jedoch wichtig, zwischen den beiden Konzepten zu unterscheiden. Rechenschaftspflicht heißt, dass die Zentralbank für die Erfüllung ihrer Aufgaben verantwortlich gemacht wird. Transparenz im engeren Sinne heißt, dass sie über den internen Entscheidungsprozess informiert. Im weiteren Sinne versteht man unter Transparenz auch, dass dargelegt wird, wie die Geldpolitik ihr Mandat erfüllen soll. Eine geldpolitische Strategie trägt zur Transparenz bei, indem sie sowohl für die interne Beschlussfassung als auch für die externe Kommunikation mit der Öffentlichkeit einen systematischen Rahmen vorgibt. Eine größere Transparenz führt zu einem besseren Verständnis der Geldpolitik in der Öffentlichkeit und kann so die Glaubwürdigkeit und Effektivität der Geldpolitik fördern. Die geeigneten Kanäle zur Gewährleistung der öffentlichen Kontrolle einer Zentralbank hängen vom institutionellen Rahmen und dem Mandat der Zentralbank ab. Aufgrund ihrer Unabhängigkeit ist die EZB nicht gegenüber den Regierungen oder Parlamenten der einzelnen Länder rechenschaftspflichtig. Dahingegen hat sie gegenüber der breiten Öffentlichkeit in Europa eine Rechenschaftspflicht und muss sich auch vor dem Europäischen Parlament verantworten, einem Gremium mit europäischem Mandat und direkter demokratischer Legitimität.

Das diesbezügliche Verhältnis der EZB zum Europäischen Parlament ist im EG-Vertrag geregelt, wobei die institutionelle Unabhängigkeit der EZB unangetastet bleibt. Der EG-Vertrag erlegt der EZB eine Reihe von Berichtspflichten auf und sieht regelmäßige Anhörungen vor dem Europäischen Parlament vor, um die Rechenschaftslegung zu gewährleisten (siehe Kapitel I). Mit der Einführung zusätzlicher Maßnahmen zur Sicherstellung der Rechenschaftslegung und Transparenz ist die EZB sogar noch über die formalen Anforderungen des EG-Vertrags hinausgegangen (siehe Kasten 3.5).

Unabhängigkeit...

...und Rechenschaftspflicht gehen Hand in Hand

Transparenz und Rechenschaftspflicht

Öffentlichkeitsarbeit der EZB

Öffentlichkeitsarbeit der EZB

Über die im EG-Vertrag verbindlich vorgesehene Erstellung eines Jahresberichts sowie vierteljährlicher Berichte hinaus veröffentlicht die EZB auch einen Monatsbericht. Er enthält eine sorgfältige Analyse der den geldpolitischen Beschlüssen zugrunde liegenden wirtschaftlichen Lage sowie Beiträge zu speziellen Themen, die für die Geldpolitik der EZB von Bedeutung sind. Darüber hinaus steht der Präsident der EZB dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments einmal im Vierteljahr Rede und Antwort über die Geldpolitik der EZB. Niederschriften dieser Anhörungen werden auf der Website der EZB veröffentlicht. Außerdem legt die EZB dem Europäischen Parlament ihren Jahresbericht vor.

Der Präsident und der Vizepräsident geben direkt im Anschluss an die erste EZB-Ratssitzung im Monat eine Pressekonferenz. In seinen „Einleitenden Bemerkungen“ erläutert der Präsident, wie der EZB-Rat die wirtschaftliche Lage und die Risiken für die Preisstabilität, die für die geldpolitischen Beschlüsse bedeutsam sind, einschätzt und gibt Auskunft über sonstige vom EZB-Rat erörterte Fragen und getroffene Entscheidungen. Darauf folgt eine Fragestunde mit den an der Pressekonferenz teilnehmenden Journalisten. Niederschriften dieser Pressekonferenzen werden am gleichen Tag ins Internet eingestellt. Auf diese Weise können der Öffentlichkeit Informationen über die geldpolitischen Beschlüsse zeitnah und unparteiisch vermittelt werden.

Die Mitglieder des EZB-Rats übernehmen eine Vielzahl öffentlicher Verpflichtungen. Die Reden von Mitgliedern des EZB-Direktoriums werden in der Regel auf der Website der EZB veröffentlicht. Die EZB empfängt auch zahlreiche Besucher aus der Bevölkerung ebenso wie Fachleute verschiedenster Institutionen. Sie legt großen Wert auf einen offenen Dialog mit Wissenschaftlern. Forschungsergebnisse zu speziellen Fachgebieten und geldpolitische Studien von allgemeinem Interesse werden von den EZB-Mitarbeitern in der Diskussionspapierreihe der EZB bzw. in einer Reihe von in unregelmäßigen Abständen erscheinenden Beiträgen („Occasional Papers“) publiziert.

Schließlich verlangt die Transparenz der Geldpolitik auch, dass die von der Zentralbank erhobenen statistischen Daten vollständig und zeitnah veröffentlicht werden, sobald sie abgesichert sind. Mithilfe der NZBen erstellt die EZB Geld- und Bankenstatistiken sowie damit zusammenhängende Statistiken, Zahlungsbilanzstatistiken, den Auslandsvermögensstatus und die Finanzierungsrechnung für das Euro-Währungsgebiet (siehe die EZB-Veröffentlichung „Erhebung und Aufbereitung statistischer Daten durch das ESZB“, Mai 2000). Die zeitnahe Veröffentlichung dieser Daten erlaubt es der EZB, die ihr vorliegenden Informationen über die wirtschaftliche Entwicklung im Eurogebiet an die breite Öffentlichkeit weiterzugeben und damit zu einem besseren Verständnis der geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats beizutragen.

Die Kommunikationsfunktion einer geldpolitischen Strategie

Um ein besseres Verständnis der Geldpolitik zu fördern, sollte der Öffentlichkeit im Prinzip der gesamte geldpolitische Entscheidungsprozess dargelegt und verständlich gemacht werden. In der Praxis ist es jedoch schwierig, der Öffentlichkeit alle Elemente und Aspekte des internen geldpolitischen Entscheidungsprozesses erschöpfend und verständlich darzulegen.

Die öffentliche Präsentation der Geldpolitik...

Aus diesem Grund müssen verschiedene Kommunikationskanäle verwendet werden, um der Öffentlichkeit die Geldpolitik zu präsentieren. Ein effektiver Kommunikationsansatz verlangt dabei nach einer Balance zwischen der offen zugestandenen Komplexität der Geldpolitik einerseits und einer vereinfachten Darstellung dieses Prozesses im Interesse einer größeren Klarheit andererseits. In diesem Zusammenhang muss die Wahl einer geeigneten Strategie die komplexen Zusammenhänge und die Unsicherheit widerspiegeln, die sich aus dem wirtschaftlichen Umfeld der Zentralbanken ergeben, sowie den Interpretationsrahmen für die verschiedenen Bereiche der Öffentlichkeit abstecken, mit denen die Zentralbank kommunizieren muss. Daraus ergibt sich, dass eine effektive Kommunikation eines einheitlichen Rahmens und einer einheitlichen Sprache bedarf, die der Zentralbank und der Öffentlichkeit gleichermaßen zusagen.

Vor diesem Hintergrund nimmt die ehrliche Darstellung der mit dem wirtschaftlichen Umfeld – und somit dem internen Entscheidungsprozess – verbundenen Komplexität und Unsicherheit in der externen Kommunikation der geldpolitischen Strategie der EZB eine herausragende Stellung ein. Die Präsentation der Strategie nach außen ist im Vergleich zu einfachen lehrbuchmäßigen Strategien (wie der Geldmengen- oder Inflationssteuerung) relativ komplex; dies spiegelt jedoch den diversifizierten Ansatz der Geldpolitik gut wider, den die EZB aufgrund der Unsicherheit über die wirtschaftliche Struktur des Euro-Währungsgebiets für ihre interne Entscheidungsfindung gewählt hat.

...muss der Komplexität der Geldpolitik...

...sowie der Unsicherheit über die wirtschaftliche Struktur des Euroraums Rechnung tragen

4 Durchführung der Geldpolitik

In diesem Kapitel wird erläutert, wie die geldpolitischen Beschlüsse mithilfe der zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente umgesetzt werden. Der erste Abschnitt gibt einen Überblick über die Ziele und Grundsätze, die die Funktionsweise des Handlungsrahmens des Eurosystems bestimmen. Im zweiten Abschnitt werden die wichtigsten geldpolitischen Instrumente (Offenmarktgeschäfte, das Mindestreservesystem und die ständigen Fazilitäten) kurz beschrieben. In den folgenden Abschnitten werden sie ausführlicher behandelt und die Wechselwirkungen zwischen den geldpolitischen Instrumenten und dem Liquiditätsbedarf der Banken anhand einer Zentralbankbilanz dargestellt. Der letzte Abschnitt enthält eine kurze Bewertung der Erfahrungen mit dem Handlungsrahmen in den ersten beiden Jahren der dritten Stufe der WWU.

4.1 Allgemeine Grundsätze und Ziele bei der Ausgestaltung des Handlungsrahmens

Wie in Kapitel 3 erörtert, spielen die kurzfristigen Geldmarktsätze eine wichtige Rolle bei der Übertragung geldpolitischer Impulse. Die Geldpolitik übt einen erheblichen Einfluss auf die kurzfristigen nominalen Marktzinssätze aus. Durch Festsetzung der Zinssätze beeinflusst die Geldpolitik die Gesamtwirtschaft und letztlich das Preisniveau auf vielfältige Weise.

Dem Eurosystem stehen zur Erreichung seines primären Ziels eine Reihe geldpolitischer Instrumente und Verfahren zur Verfügung. Dieses Instrumentarium bildet den Handlungsrahmen für die Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik.

Sowohl der Handlungsrahmen als auch die geldpolitische Strategie spielen bei der Durchführung der Geldpolitik eine besondere Rolle. Die Strategie bestimmt, welches Niveau der Geldmarktzinssätze erforderlich ist, um mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten, während der Handlungsrahmen festlegt, wie dieses Zinsniveau mithilfe der zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente erreicht werden kann.

Eine Zentralbank steuert die kurzfristigen Geldmarktsätze, indem sie Signale hinsichtlich ihres geldpolitischen Kurses gibt und die Liquiditätsversorgung am Geldmarkt steuert. Als alleiniger Emittent von Banknoten und der Mindestreserveguthaben der Banken besitzt die Zentralbank das Monopol als Anbieter der monetären Basis.¹ Aufgrund dieses Monopols kann sie die Liquiditätsbedingungen am Geldmarkt steuern und die Geldmarktzinssätze beeinflussen.

¹ Die monetäre Basis im Eurogebiet besteht aus dem Bargeldumlauf (Banknoten und Münzen), den von den Geschäftspartnern beim Eurosystem unterhaltenen Guthaben auf Girokonten (Reserveguthaben) und der Inanspruchnahme der Einlagefazilität des Eurosystems. Diese Posten sind Verbindlichkeiten in der Bilanz des Eurosystems. Die Reserveguthaben können in Reserve-Soll und Überschussreserven unterteilt werden. Im Mindestreservesystem des Eurosystems sind die Geschäftspartner verpflichtet, Mindestreserven bei den NZBen zu unterhalten (siehe Abschnitt 4.4). Neben den Mindestreserven halten die Kreditinstitute beim Eurosystem in der Regel nur einen geringen Betrag an freiwilligen Überschussreserven.

Geldmarkt und
Transmission der
Geldpolitik

Handlungsrahmen...

...und die geld-
politische Strategie

Zu den Funktionen
des Handlungs-
rahmens gehören
die Steuerung der
Zinssätze und
Liquidität, ...

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

...und die Gewährleistung einer ordnungsgemäßen Funktionsweise des Geldmarkts

Leitprinzipien des Handlungsrahmens sind die Grundsätze einer offenen Marktwirtschaft, ...

...eine effiziente Geschäftsabwicklung, ...

...die Gleichbehandlung von Finanzinstituten und die Harmonisierung von Regeln und Verfahren, ...

...die dezentrale Umsetzung der Geldpolitik, ...

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

Die Zentralbank kann zum einen die Zinssätze durch Liquiditätssteuerung beeinflussen und zum anderen dem Geldmarkt ihren geldpolitischen Kurs signalisieren. Dies geschieht in der Regel durch Veränderung der Bedingungen, zu denen sie bereit ist, Transaktionen am Geldmarkt durchzuführen.

Bei ihren Geschäften geht es der Zentralbank auch darum, ein ordnungsgemäßes Funktionieren des Geldmarkts zu gewährleisten und den Banken zu helfen, ihren Liquiditätsbedarf reibungslos und in gut organisierter Weise zu decken. Zu diesem Zweck stellt sie den Banken regelmäßig Refinanzierungsmittel und Fazilitäten zur Verfügung, mit denen diese die Tagesendsaldo ausgleichen und vorübergehende Liquiditätsschwankungen abfedern können.

Der Handlungsrahmen des Eurosystems basiert auf den im Vertrag über die Europäische Union niedergelegten Grundsätzen. In Artikel 105 des Vertrags heißt es hinsichtlich der Verfolgung seiner Ziele, das Eurosystem „(...) handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird (...)”.

Neben den im Vertrag über die Europäische Union niedergelegten Grundsätzen folgt der Handlungsrahmen verschiedenen anderen Leitprinzipien. Das wichtigste davon ist der Grundsatz der effizienten Geschäftsabwicklung, der Vorrang vor den übrigen Grundsätzen hat. Eine effiziente Geschäftsabwicklung liegt vor, wenn der Handlungsrahmen es ermöglicht, geldpolitische Beschlüsse möglichst genau und rasch auf die kurzfristigen Zinssätze durchzuschlagen zu lassen. Dies wiederum beeinflusst über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus das Preisniveau.

Die Gleichbehandlung von Finanzinstituten und die Harmonisierung von Regeln und Verfahren im gesamten Eurogebiet sind weitere wichtige Grundsätze des Handlungsrahmens. Kreditinstitute müssen unabhängig von ihrer Größe und ihrem Standort im Euroraum gleich behandelt werden. Die Harmonisierung von Regeln und Verfahren trägt zur Gewährleistung der Gleichbehandlung bei, indem versucht wird, für alle Kreditinstitute im Euroraum, die Geschäfte mit dem Eurosystem abwickeln, gleiche Bedingungen zu schaffen.

Ein für das Eurosystem charakteristischer Grundsatz ist die dezentrale Durchführung der Geldpolitik. Danach werden die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems in der Regel durch die NZBen durchgeführt, das heißt, die EZB koordiniert die Operationen und die NZBen führen sie durch.

Darüber hinaus gelten für den Handlungsrahmen die Grundsätze der Einfachheit, Transparenz, Kontinuität, Sicherheit und Wirtschaftlichkeit. Einfachheit und Transparenz sorgen dafür, dass die mit den geldpolitischen Geschäften verfolgten Absichten richtig verstanden werden. Der Grundsatz der Kontinuität zielt darauf ab, größere Veränderungen der Instrumente und Verfahren zu vermeiden, sodass Zentralbanken und ihre Geschäftspartner bei der Teilnahme an geldpolitischen Operationen auf ihre Erfahrungen zurückgreifen können. Der Grundsatz der Sicherheit verlangt, dass die finanziellen und operationellen Risiken des Eurosystems minimiert werden, wäh-

rend unter Wirtschaftlichkeit zu verstehen ist, dass die sich aus dem Handlungsrahmen ergebenden Betriebskosten sowohl für das Eurosystem als auch für seine Geschäftspartner niedrig gehalten werden.

4.2 Überblick über den Handlungsrahmen des Eurosystems²

Tabelle 4.1 gibt einen Überblick über die Hauptmerkmale der beiden Geschäftsarten, die dem Eurosystem zur Durchführung der einheitlichen Geldpolitik zur Verfügung stehen. Die wichtigste Gruppe sind die Offenmarktgeschäfte. Sie werden auf Initiative der Zentralbank in der Regel am Geldmarkt durchgeführt. Wie in Abschnitt 2.5 beschrieben, wird mit „Geldmarkt“ der Markt bezeichnet, an dem die Laufzeit von Geschäften im Allgemeinen kürzer als ein Jahr ist. Offenmarktgeschäfte spielen eine wichtige Rolle bei der Zinssatzsteuerung, der Signalisierung des geldpolitischen Kurses und der Liquiditätssteuerung am Geldmarkt.

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

Die Kreditgewährung über Offenmarktgeschäfte erfolgt normalerweise in Form befristeter Transaktionen. Befristete Transaktionen sind Geschäfte, bei denen die Zentralbank Aktiva im Rahmen einer Rückkaufsvereinbarung kauft oder einen Kredit gegen Vermögenswerte gewährt, die als Sicherheiten übergeben werden (siehe Kasten 4.2). Sie stellen also temporäre Offenmarktgeschäfte dar, bei denen Mittel nur für eine begrenzte, im Voraus festgelegte Zeit zur Verfügung gestellt werden. Die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte beträgt zwei Wochen. Über sie wird dem Bankensystem der Großteil der Liquidität bereitgestellt. Der Zinssatz für diese Geschäfte ist der wichtigste Zinssatz des Eurosystems. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden in Abschnitt 4.3 ausführlicher beschrieben.

Zur Steuerung der kurzfristigen Zinssätze am Geldmarkt und insbesondere zur Begrenzung ihrer Volatilität bietet das Eurosystem seinen Geschäftspartnern auch ständige Fazilitäten an. Die ständigen Fazilitäten können von Geschäftspartnern auf eigene Initiative in Anspruch genommen werden. Sie werden als Spitzenrefinanzierungsfazilität und Einlagefazilität bezeichnet. Im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität werden von der Zentralbank Übernachtkredite gegen Sicherheiten zu einem vorgegebenen Zinssatz gewährt. Dieser ist in der Regel deutlich höher als der entsprechende Marktzinssatz. Infolgedessen nutzen Kreditinstitute die Spitzenrefinanzierungsfazilität nur, um sich im Notfall Mittel zu beschaffen. Da der Zugang zur

Offenmarktgeschäfte

Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Befristete Transaktionen

Ständige Fazilitäten

² Die Grundzüge des Handlungsrahmens des Eurosystems sind in der EZB-Veröffentlichung „Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“ dargestellt.

Spitzenrefinanzierungsfazität nur durch die Höhe der verfügbaren Sicherheiten begrenzt wird, bildet der Zinssatz dieser Fazität im Allgemeinen die Obergrenze des Tagesgeldsatzes am Geldmarkt. Die Einlagefazität bietet

Tabelle 4.1 Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten des Eurosystems

Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart ¹⁾		Laufzeit	Rhythmus
	Liquiditätsbereitstellung	Liquiditätsabschöpfung		
OFFENMARKTGESCHÄFTE				
Hauptfinanzierungsgeschäfte	• Befristete Transaktionen	–	• Zwei Wochen	• Wöchentlich
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	• Befristete Transaktionen	–	• Drei Monate	• Monatlich
Feinsteuerungsoperationen	• Befristete Transaktionen • Devisenswaps • Endgültige Käufe	• Devisenswaps • Hereinnahme von Terminanlagen • Befristete Transaktionen • Endgültige Verkäufe	• Nicht standardisiert	• Unregelmäßig
Strukturelle Operationen	• Befristete Transaktionen • Endgültige Käufe	• Emission von Schuldverschreibungen • Endgültige Verkäufe	• Standardisiert/nicht standardisiert –	• Regelmäßig und unregelmäßig • Unregelmäßig
STÄNDIGE FAZILITÄT				
Spitzenrefinanzierungsfazität	• Befristete Transaktionen	–	• Über Nacht	• Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner
Einlagefazität	–	• Einlagen	• Über Nacht	• Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner

1) Eine Beschreibung der verschiedenen Arten von Offenmarkttransaktionen findet sich in Kasten 4.2.

Geschäftspartner und Sicherheiten

I Geschäftspartner

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems ist so festgelegt, dass die Teilnahme eines großen Kreises von Geschäftspartnern gewährleistet ist. Die Geschäftspartner der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems müssen bestimmte Zulassungskriterien erfüllen. Diese Kriterien sind so definiert, dass die Gleichbehandlung von Instituten im gesamten Euro-Währungsraum sichergestellt ist und gewährleistet wird, dass die Geschäftspartner gewisse operationale und aufsichtsrechtliche Anforderungen erfüllen. Die allgemeinen Zulassungskriterien gelten einheitlich im gesamten Eurogebiet.

Um als Geschäftspartner zugelassen zu werden, muss ein Kreditinstitut in das Mindestreservesystem des Eurosystems einbezogen und finanziell solide sein. Darüber hinaus müssen die Geschäftspartner sämtliche operationalen Kriterien erfüllen, die in den einschlägigen vertraglichen oder öffentlich-rechtlichen Regelungen der betreffenden nationalen Zentralbank (oder der EZB) niedergelegt sind, um eine effiziente Durchführung der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems zu gewährleisten. Ende 2000 waren 7 521 Kreditinstitute im Eurogebiet ansässig. Davon erfüllten jedoch nur 2 542 die operationalen Kriterien für die Teilnahme an Offenmarktgeschäften. 3 059 erfüllten die operationalen Kriterien für die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität und 3 599 die für die Inanspruchnahme der Einlagefazilität. Die Zahl der tatsächlich an Offenmarktgeschäften teilnehmenden Geschäftspartner ist allerdings in der Regel sehr viel niedriger als die Zahl der zugelassenen Geschäftspartner. In den Jahren 1999 und 2000 schwankte die Gesamtzahl der an den Tendern für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte beteiligten Geschäftspartner zwischen 400 und 600. Die Zahl der an den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften teilnehmenden Geschäftspartner lag gewöhnlich zwischen 200 und 300.

Ein Kreditinstitut, das die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllt, kann die ständigen Fazilitäten des Eurosystems in Anspruch nehmen

und an den Offenmarktgeschäften im Wege von Standardtendern über die nationale Zentralbank des Mitgliedstaats teilnehmen, in dem es niedergelassen ist. Wenn ein Institut Niederlassungen (Hauptverwaltung und Zweigstellen) in mehr als einem Mitgliedstaat unterhält, kann jede Niederlassung über die jeweilige nationale Zentralbank des Mitgliedstaats, in dem sie ansässig ist, an diesen Geschäften teilnehmen. Die Tendergebote eines Instituts dürfen aber in jedem Mitgliedstaat nur von einer Niederlassung (entweder der Hauptverwaltung oder einer dafür benannten Zweigstelle) eingereicht werden.

Die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems werden dezentral durchgeführt. Dies funktioniert dank der sorgfältigen Vorbereitung und der effizienten Informationssysteme sehr erfolgreich und reibungslos. Das Eurosystem profitiert nach wie vor stark von den engen Kontakten, die die nationalen Zentralbanken über Jahrzehnte zu ihren Geschäftspartnern vor Ort aufgebaut haben.

2 Sicherheiten

Gemäß Artikel 18.1 der ESZB-Satzung können die EZB und die nationalen Zentralbanken auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie Finanzaktiva endgültig oder im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kaufen und verkaufen. Dabei sind für alle Kreditgeschäfte des Eurosystems ausreichende Sicherheiten zu stellen. Diese Vorschrift soll das Eurosystem vor finanziellen Risiken schützen. Dementsprechend werden alle liquiditätszuführenden Operationen des Eurosystems durch Sicherheiten unterlegt, die die Geschäftspartner zur Verfügung stellen.

Um das Eurosystem gegen Verluste aus geldpolitischen Transaktionen abzusichern, die Gleichbehandlung der Geschäftspartner zu gewährleisten und die Geschäftsabwicklung effizienter zu gestalten, müssen die der Deckung dienenden Sicherheiten bestimmte Voraussetzungen erfüllen, damit sie für die geldpolitischen Operationen des Eurosystems geeignet sind. Um dem Grundsatz der Gleichbe-

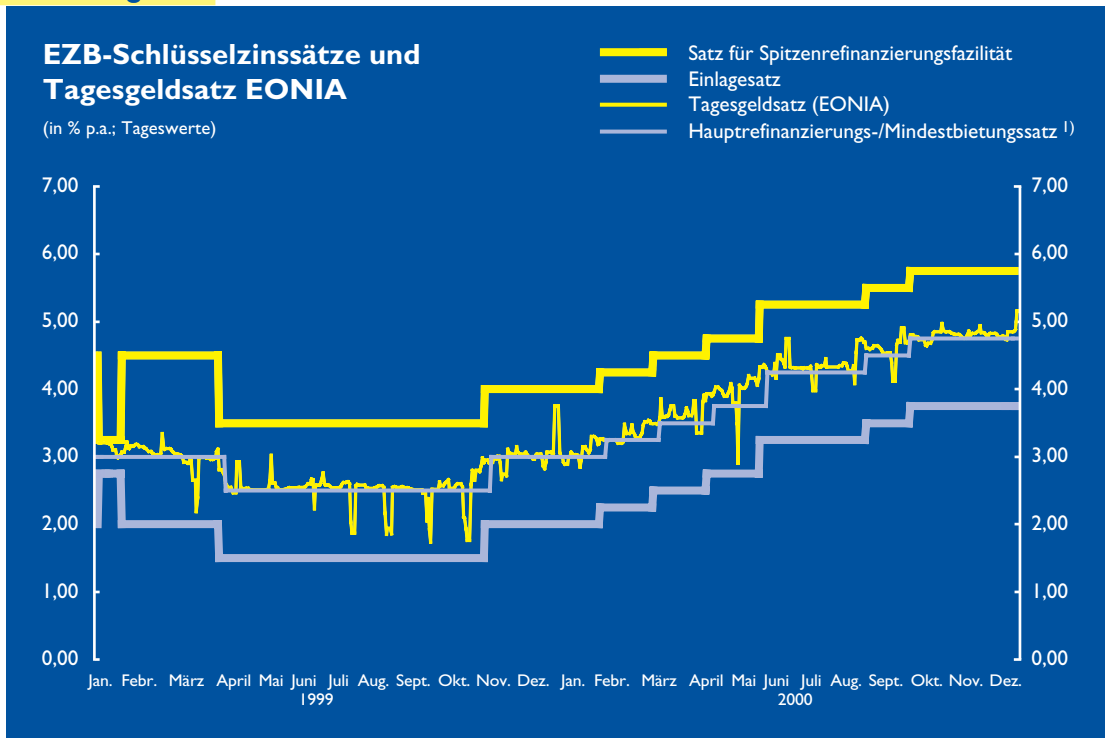
handlung Rechnung zu tragen, akzeptiert das Eurosystem als Sicherheiten Schuldinstrumente, die von privaten oder auch öffentlichen Schuldnern begeben wurden.

Wegen der unterschiedlichen Finanzstrukturen in den Mitgliedstaaten wird – im Wesentlichen für interne Zwecke des Eurosystems – zwischen zwei Gruppen von Sicherheiten unterschieden, die für die geldpolitischen Operationen des Eurosystems verwendet werden können. Sie werden als „Kategorie-1-“ bzw. „Kategorie-2-Sicherheiten“ bezeichnet. Zur Kategorie 1 zählen marktfähige Schuldtitel, die von der EZB festgelegt, einheitliche und im gesamten Euro-Währungsraum geltende Zulassungskriterien erfüllen. Zur Kategorie 2 zählen weitere marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten, die für die nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeu-

tung sind und für die die nationalen Zentralbanken die Zulassungskriterien auf Basis von EZB-Mindeststandards festlegen.

Die Geschäftspartner des Eurosystems können refinanzierungsfähige Sicherheiten grenzüberschreitend nutzen, das heißt, sie können sich bei der Zentralbank des Mitgliedstaats, in dem sie niedergelassen sind, refinanzieren und dafür in einem anderen Mitgliedstaat hinterlegte Sicherheiten verwenden. Dieser grenzüberschreitende Mechanismus stellt sicher, dass die Institute im gesamten Euroraum die gesamte Liste der EZB-Kategorie-1- und der nationalen Kategorie-2-Sicherheiten verwenden können. Schließlich unterliegen alle refinanzierungsfähigen Sicherheiten bestimmten Maßnahmen zur Risikokontrolle, die so festgelegt sind, dass den Marktusancen Rechnung getragen wird.

Abbildung 4.1



1) Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz ist der Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können. Vor dem 28. Juni 2000 wurden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender durchgeführt (siehe Abschnitt 4.3).

den Banken dagegen die Möglichkeit, Beträge bei der Zentralbank über Nacht zu einem vorgegebenen Zinssatz anzulegen. Dieser Satz ist im Allgemeinen deutlich niedriger als der entsprechende Marktzinssatz. Geschäftspartner legen deshalb beim Eurosystem Gelder über Nacht nur an, wenn sie diese Gelder nicht anderweitig nutzen können. Während der Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität eine Obergrenze des Tagesgeldsatzes darstellt, bildet der Zinssatz für die Einlagefazilität im Allgemeinen die Untergrenze. Diese Instrumente werden in Abschnitt 4.5 genauer erläutert.

Durch Festsetzung der Zinssätze für die ständigen Fazilitäten bestimmt der EZB-Rat den Korridor, innerhalb dessen der Tagesgeldsatz am Geldmarkt schwanken kann. Abbildung 4.1, die die Entwicklung der Schlüsselzinssätze der EZB seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion zeigt, lässt auch erkennen, dass die Zinssätze für die ständigen Fazilitäten eine Ober- und Untergrenze des Tagesgeldsatzes (EONIA) bilden.³

Wie aus Abbildung 4.1 ersichtlich ist, lag der EONIA in der Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes, was die große Bedeutung dieser Geschäfte als Hauptinstrument der Geldpolitik des Eurosystems unterstreicht. Die Schwankungen des EONIA in dieser Abbildung spiegeln weitgehend zeitweise angespannte oder entspannte Liquiditätsbedingungen am Geldmarkt wider (siehe Abschnitt 4.4). Aus Abbildung 4.1 ist außerdem zu erkennen, dass der EONIA gelegentliche Ausschläge aufweist. Diese beiden Merkmale des EONIA hängen mit dem Mindestreservesystem des Eurosystems zusammen, wie in Abschnitt 4.4 näher ausgeführt wird. Schließlich wurde die Differenz zwischen dem Spitzenrefinanzierungssatz und dem Einlegesatz sowie zwischen den Sätzen für die ständigen Fazilitäten und dem Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte von April 1999 bis Dezember 2000 unverändert gehalten. Wie aus der Abbildung 4.1 ersichtlich ist, können die Differenzen zwischen den Zinssätzen für die beiden ständigen Fazilitäten aber variieren, und der durch die Sätze für die ständigen Fazilitäten definierte Korridor verlief zeitweise auch asymmetrisch zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

4.3 Offenmarktgeschäfte

Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems können entsprechend ihrem Ziel, ihrer Regelmäßigkeit und den angewandten Verfahren in folgende vier Kategorien unterteilt werden: Hauptrefinanzierungsgeschäfte, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen (siehe Tabelle 4.1 und Kasten 4.2).

Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Wie bereits erwähnt, sind die Hauptrefinanzierungsgeschäfte die wichtigsten vom Eurosystem durchgeführten Offenmarktgeschäfte. Ihnen kommt bei der Steuerung der Zinssätze und der Liquidität am Markt sowie der

Zinskorridor
abgesteckt durch
ständige Fazilitäten

EONIA, die
Schlüsselzinssätze
der EZB und das
Mindestreserve-
system

Vier Kategorien
von Offenmarkt-
geschäften

Funktionen der
Hauptrefinanzie-
rungsgeschäfte

³ Der durchschnittliche Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) wird vom europäischen Bankenverband veröffentlicht. Er ist der gewogene Durchschnitt aller unbesicherten Übernachtkredite der geldmarktaktivsten Banken.

Signalisierung des geldpolitischen Kurses eine Schlüsselrolle zu. Über sie wird dem Bankensystem der Großteil der Liquidität bereitgestellt. Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden dezentral von den NZBen durchgeführt.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind liquiditätszuführende Geschäfte. Sie werden wöchentlich mit einer Laufzeit von zwei Wochen durchgeführt und über Standardtender abgewickelt. Innerhalb des Handlungsrahmens des Eurosystems sind „Standardtender“ Geschäfte, die nach einem im Voraus angekündigten Zeitplan und innerhalb von 24 Stunden von der Tenderankündigung bis zur Bestätigung des Zuteilungsergebnisses durchgeführt werden. Alle Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, können an diesen Geschäften teilnehmen. Im Prinzip sind alle im Euroraum ansässigen Kreditinstitute potenziell zugelassene Geschäftspartner des Eurosystems (siehe Kasten 4.1).

Das Eurosystem kann zwischen Festsatztendern (Mengentendern) oder Tendern mit variablem Zinssatz (Zinstendern) wählen. Bei einem Mengentender gibt der EZB-Rat den Zinssatz vor; die Teilnehmer geben Gebote über den Betrag ab, den sie zu diesem Festsatz zu kaufen bzw. zu verkaufen bereit sind. Bei einem Zinstender geben die Geschäftspartner Gebote über die Beträge und die Zinssätze ab, zu denen sie Geschäfte mit den NZBen abschließen wollen. Der EZB-Rat kann bei Zinstendern einen Mindestbietungssatz festsetzen, um ein Signal hinsichtlich des geldpolitischen Kurses zu geben. Bei beiden Tenderverfahren entscheidet die EZB über die Höhe der bereitgestellten Liquidität. Bei einem Mengentender bedeutet dies im Allgemeinen eine Pro-rata-Zuteilung der individuellen Bankgebote, die vom Verhältnis zwischen dem Gesamtbietungsaufkommen und dem gesamten Zuteilungsbetrag abhängt. Bei einem Zinstender werden die Gebote mit den höchsten Zinssätzen zuerst zugeteilt, gefolgt von den Geboten mit den sukzessive niedrigeren Zinssätzen, bis der gesamte Zuteilungsbetrag ausgeschöpft ist. Beim niedrigsten akzeptierten Zinssatz, dem „marginalen Zinssatz“, werden die Gebote anteilig entsprechend dem von der EZB beschlossenen gesamten Zuteilungsbetrag zugeteilt.

Eine weitere Unterscheidung gibt es bei Zinstendern. Bei Auktionen nach dem holländischen Verfahren gilt der marginale Zinssatz für alle zum Zuge kommenden Gebote. Beim amerikanischen Zuteilungsverfahren ist dagegen der Zuteilungszinssatz gleich dem bei der jeweiligen individuellen Bietung angebotenen Zinssatz.

Von Anfang 1999 bis Juni 2000 führte das Eurosystem seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender durch. Seit dem 27. Juni 2000 werden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren abgewickelt. Der Grund für die Änderung war die massive Überbietung bei den als Mengentender abgewickelten Refinanzierungsgeschäften infolge der großen und anhaltenden Differenz zwischen den Geldmarktzinssätzen und dem Festsatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zu Beginn des Jahres 2000 (siehe Abbildung 4.1). Dieser Abstand war weitgehend darauf zurückzuführen, dass – insbesondere im Frühjahr 2000 – am Markt weitere Anhebungen der EZB-Schlüsselinssätze erwartet wurden. Aufgrund des Spreads zwischen

Standardtender

Mengen- und
Zinstender

„Holländisches“ und
„amerikanisches“
Zuteilungsverfahren

Tenderverfahren
1999 und 2000

den Marktzinssätzen und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB war es für die Banken sehr attraktiv, sich Gelder von der Zentralbank zu beschaffen; dies führte zu sehr hohen Geboten der Banken. Bei einem Zinstender besteht dagegen für die Banken kein Anreiz zu Überbietungen, da sie einen höheren Preis zahlen müssten, wenn sie mehr Liquidität erhalten wollten.

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

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Zusätzlich zu den wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften führt das Eurosystem auch monatlich längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten durch. Mit diesen Geschäften soll dem Bankensystem längerfristige Liquidität zur Verfügung gestellt und damit verhindert werden, dass die gesamte Liquidität am Geldmarkt alle zwei Wochen umgeschlagen werden muss. Gleichzeitig sollen sie den Geschäftspartnern Zugang zu längerfristigen Finanzierungsmitteln verschaffen. Wie die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden auch diese längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte dezentral als Standardtender durchgeführt, und alle Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, können sich beteiligen (siehe Kasten 4.1).

Da es nicht als wünschenswert angesehen wurde, dass das Eurosystem die Geldmarktsätze an mehr als einer Stelle des Laufzeitenspektrums beeinflusst, wurden die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte so ausgestaltet, dass das Eurosystem bei diesen Geschäften als Preisnehmer auftritt. Um das mit den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems gesetzte Signal nicht zu verzerren, werden die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte als Zinstender mit vorgegebenen Zuteilungsvolumen ausgeschrieben. Der EZB-Rat gibt das Volumen, das in den nächsten Tendern zugeteilt werden soll, im Voraus bekannt und ist bestrebt, nur einen Teil des gesamten Liquiditätsbedarfs des Bankensystems über diese Geschäfte zu decken.

In den Jahren 1999 und 2000 entfielen auf die längerfristigen Geschäfte im Durchschnitt 26 % der ausstehenden Offenmarktgeschäfte. In den ersten beiden Monaten des Jahres 1999 wurden die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte als Zinstender nach dem holländischen Zuteilungsverfahren durchgeführt. Ab April 1999 wurden sie als Zinstender nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren abgewickelt.

Feinststeuerungsoperationen

Das Eurosystem kann Offenmarktgeschäfte auch von Fall zu Fall, d. h. in Form von Feinststeuerungsoperationen, durchführen. Häufigkeit und Laufzeit solcher Geschäfte sind nicht standardisiert. Mit Feinststeuerungsopera-

Veröffentlichung des
Liquiditätsbedarfs

Längerfristige
Refinanzierungs-
geschäfte

Eurosystem als
Preisnehmer

Bereitstellung
zusätzlicher
Liquidität

tionen kann Liquidität abgeschöpft oder auch zugeführt werden. Mit ihnen sollen die Liquiditätsversorgung und die Geldmarktsätze gesteuert werden, insbesondere um die Zinswirkungen unerwarteter Liquiditätsschwankungen am Geldmarkt abzufedern. Feinsteueringoperationen können als befristete Transaktionen, in Form von endgültigen Käufen bzw. Verkäufen, Devisenswapgeschäften und der Hereinnahme von Termineinlagen durch-

Kasten 4.2

Arten von Offenmarktgeschäften

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

1 *Befristete Transaktionen*

Als befristete Transaktionen werden Geschäfte bezeichnet, bei denen das Eurosystem refinanzierungsfähige Sicherheiten im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kauft oder verkauft oder Kreditgeschäfte gegen Hereinnahme refinanzierungsfähiger Sicherheiten durchführt. Befristete Transaktionen kommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften und den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften zum Einsatz. Darüber hinaus kann sich das Eurosystem für strukturelle Operationen und Feinsteueringoperationen befristeter Transaktionen bedienen.

Bei befristeten Transaktionen in Form von Pensionsgeschäften (Repogeschäften) entspricht die Differenz zwischen dem Kauf- und dem Rückkaufspreis den Zinsen, die über die Laufzeit des Geschäfts für den aufgenommenen oder bereitgestellten Betrag anfallen, das heißt, der Rückkaufspreis schließt die zu zahlenden Zinsen ein. Bei befristeten Transaktionen in Form von besicherten Krediten werden die Zinsen anhand des festgesetzten Zinssatzes, des ausstehenden Kreditbetrags und der Laufzeit des Geschäfts berechnet.

2 *Endgültige Käufe bzw. Verkäufe*

Als endgültige Offenmarkttransaktionen werden Geschäfte bezeichnet, bei denen das Eurosystem refinanzierungsfähige Sicherheiten endgültig am Markt kauft oder verkauft. Endgültige Käufe bzw. Verkäufe am offenen Markt stehen nur für die Beeinflussung der strukturellen Liquidität und zur Feinsteuering zur Verfügung.

3 *Devisenswapgeschäfte*

Bei Devisenswapgeschäften, die aus geldpolitischen Gründen getätigt werden, handelt es sich um die gleichzeitige Durchführung einer Kassa- und einer Termintransaktion in Euro gegen Fremdwährung. Sie werden zur Feinsteuering eingesetzt und dienen hauptsächlich zur Steuerung der Liquiditätsversorgung und der Zinssätze am Markt.

4 *Hereinnahme von Termineinlagen*

Das Eurosystem kann den Geschäftspartnern die Hereinnahme verzinslicher Termineinlagen bei der nationalen Zentralbank des Mitgliedsstaats anbieten, in dem sich die Niederlassung des Geschäftspartners befindet. Termineinlagen sollen nur zur Feinsteuering eingesetzt werden, um Liquidität am Markt abzuschöpfen.

5 *Emission von EZB-Schuldverschreibungen*

Die EZB kann Schuldverschreibungen mit dem Ziel emittieren, die strukturelle Position des Eurosystems gegenüber dem Finanzsektor so zu beeinflussen, dass am Markt ein Liquiditätsbedarf herbeigeführt oder vergrößert wird.

geführt werden. Näheres hierzu ist Kasten 4.2 zu entnehmen. Bis Ende 2000 hat das Eurosystem nur zweimal auf Feinsteuerungsoperationen zurückgegriffen.

Wegen ihrer Zweckbestimmung werden Feinsteuerungsoperationen in der Regel über Schnelltender abgewickelt. Sie werden innerhalb von einer Stunde von der Tenderankündigung bis zur Bestätigung des Zuteilungsergebnisses durchgeführt. Feinsteuerungsoperationen können auch über bilaterale Geschäfte erfolgen, bei denen das Eurosystem eine Transaktion mit einem Geschäftspartner oder nur wenigen Geschäftspartnern ohne Tenderverfahren abwickelt.

Da bei unerwarteten Marktentwicklungen möglicherweise rasch gehandelt werden muss, ist es für das Eurosystem wichtig, bei der Ausgestaltung von Feinsteuerungsoperationen ein hohes Maß an Flexibilität zu wahren. Feinsteuerungsmaßnahmen werden im Allgemeinen dezentral von den NZBen durchgeführt, doch kann der EZB-Rat entscheiden, ob in Ausnahmefällen bilaterale Feinsteuerungsoperationen von der EZB selbst durchgeführt werden. Aus operationellen Gründen kann nur eine begrenzte Zahl von ausgewählten Geschäftspartnern an Feinsteuerungsgeschäften teilnehmen.

Strukturelle Operationen

Der Handlungsrahmen gibt dem Eurosystem auch die Möglichkeit, „strukturelle Operationen“ durchzuführen. Sie würden genutzt, um die strukturelle Liquiditätsposition des Eurosystems gegenüber dem Bankensystem, d. h. die Liquidität am Markt auf längere Sicht, anzupassen. Diese Operationen könnten über befristete Transaktionen, endgültige Käufe bzw. Verkäufe oder die Emission von Schuldverschreibungen durchgeführt werden (siehe Kasten 4.2). Bis Ende 2000 hatte das Eurosystem noch keine strukturellen Operationen durchgeführt. Grundsätzlich können strukturelle Operationen liquiditätszuführend oder liquiditätsabschöpfend sein und in regelmäßigen oder unregelmäßigen Abständen erfolgen. Sie könnten über Standardtender abgewickelt werden. Ihre Laufzeit wäre nicht standardisiert. Strukturelle Operationen könnten dezentral durchgeführt werden, und alle Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, könnten sich daran beteiligen.

4.4 Mindestreserven

Grundzüge des Mindestreservesystems

Die EZB verlangt von Kreditinstituten, auf Girokonten bei den NZBen Pflichteinlagen zu unterhalten: diese werden als „Mindestreserven“ oder „Reserve-Soll“ bezeichnet.⁴ Die Höhe der von jedem Institut zu unterhal-

⁴ Die Rechtsgrundlage für das Mindestreservesystem des Eurosystems bildet Artikel 19 der ESZB-Satzung. Die Einzelheiten des Mindestreservesystems sind in verschiedenen Rechtsakten geregelt. Die wichtigsten Regelungen sind die Verordnung (EG) Nr. 2531/98 des Rates über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht durch die Europäische Zentralbank und die Verordnung (EG) Nr. 2818/98 der Europäischen Zentralbank über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht (EZB/1998/15) in der neuesten Fassung.

Schnelltender und bilaterale Geschäfte

Hohes Maß an Flexibilität

Strukturelle Operationen

Reserve-Soll und Reservebasis

Tabelle 4.2

In die Reservebasis einbezogene Verbindlichkeiten der Kreditinstitute

(Bestände Ende Dezember 2000; Mrd €)

(A) In die Mindestreservebasis einbezogene Verbindlichkeiten mit positivem Reservesatz

Einlagen (einschließlich täglich fälliger Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren)	5 711
Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren	137
Geldmarktpapiere	187
Insgesamt (A)	6 035

(B) In die Mindestreservebasis einbezogene Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %

Einlagen (einschließlich Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von über zwei Jahren)	1 274
Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren	2 234
Repogeschäfte	528
Insgesamt (B)	4 036
Reservebasis insgesamt (A) + (B)	10 071

tenden Mindestreserven richtet sich nach seiner Reservebasis. Diese ist in Relation zu bestimmten Bilanzposten definiert. In Tabelle 4.2 sind die wichtigsten Verbindlichkeiten aufgeführt, die in die Mindestreservebasis einbezogen sind.

Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten, die in dem Verzeichnis der dem Mindestreservesystem des Eurosystems unterliegenden Institute geführt werden, sowie Verbindlichkeiten gegenüber der EZB und den NZBen werden nicht in die Mindestreservebasis einbezogen.

Das Mindestreserve-Soll eines Instituts wird ermittelt, indem die Mindestreservebasis mit einem Mindestreservesatz multipliziert wird. Die EZB wendet einen einheitlichen positiven Reservesatz auf den überwiegenden Teil der in der Mindestreservebasis enthaltenen Bilanzposten an. Dieser Mindestreservesatz wurde zu Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion auf 2 % festgesetzt. Die meisten kurzfristigen Verbindlichkeiten in den Bilanzen der Kreditinstitute unterliegen einem positiven Mindestreservesatz. Wie aus Tabelle 4.2 ersichtlich ist, gilt jedoch weder für langfristige Verbindlichkeiten noch für Repogeschäfte ein positiver Mindestreservesatz.

Mindestreservesatz

Wie bereits erwähnt, wird das Mindestreserve-Soll jedes einzelnen Instituts durch Anwendung des Mindestreservesatzes auf die Mindestreservebasis berechnet. Die Institute können einen einheitlichen Freibetrag von ihrem Mindestreserve-Soll abziehen. Seit Beginn der dritten Stufe der WWU dürfen sie 100 000 € abziehen. Mit diesem Freibetrag sollen die Verwaltungskosten bei einem sehr geringfügigen Mindestreserve-Soll verringert werden.

Zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht müssen Kreditinstitute Guthaben auf ihren Girokonten bei den NZBen unterhalten. Dabei erlaubt das Mindestreservesystem des Eurosystems den Geschäftspartnern eine Durchschnittserfüllung der Mindestreserve; dies bedeutet, dass sich die Erfüllung der Mindestreservepflicht nach den tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthaben innerhalb einer einmonatigen Mindestreserve-Erfüllungsperiode bemisst. Die Mindestreserve-Erfüllungsperioden beginnen am 24. Kalendertag eines Monats und enden am 23. Kalendertag des Folgemonats.

Das Eurosystem will gewährleisten, dass das Mindestreservesystem weder das Bankensystem im Eurogebiet belastet noch den effizienten Ressourceneinsatz behindert. Aus diesem Grund werden die Mindestreserveguthaben der Kreditinstitute verzinst, und zwar zum durchschnittlichen marginalen Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage). Dieser Satz liegt daher sehr nahe bei den kurzfristigen Geldmarktzinssätzen.

Abbildung 4.2 zeigt ein Beispiel für die Berechnung des Mindestreserve-Solls des Eurosystems für die Erfüllungsperiode vom 24. November bis 23. Dezember 2000. Dabei wird die Mindestreservebasis der Kreditinstitute anhand ihrer Bilanzverbindlichkeiten per 31. Oktober 2000 ermittelt. Das Reserve-Soll der einzelnen Banken für die Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. November bis 23. Dezember wird durch Anwendung des Mindestreservesatzes von 2 % auf die jeweilige Mindestreservebasis und Abzug des Freibetrags errechnet. Die blaue Linie in Abbildung 4.2 zeigt, wie sich die Bestimmungen über die Durchschnittserfüllung im Mindestreservesystem des Eurosystems auswirken. Die Mindestreserveguthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute können frei um das Mindestreserve-Soll schwanken, doch müssen die durchschnittlichen Guthaben auf den Girokonten innerhalb der gesamten Erfüllungsperiode mindestens dem Reserve-Soll entsprechen. In dem Beispiel beliefen sich die durchschnittlichen Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute beim Eurosystem auf 117,2 Mrd €, sodass über das Reserve-Soll von 116,6 Mrd € hinaus Überschussguthaben in Höhe von 0,6 Mrd € gehalten wurden.

Funktionen

Die wichtigste Funktion des Mindestreservesystems ist die Stabilisierung der Geldmarktsätze. Diese Funktion erfüllt die Durchschnittserfüllung. Sie gestattet es den Kreditinstituten, tägliche Liquiditätsschwankungen (z. B. aufgrund von Schwankungen der Nachfrage nach Banknoten) zu glätten, da

Freibetrag

Durchschnittserfüllung und Mindestreserve-Erfüllungsperiode

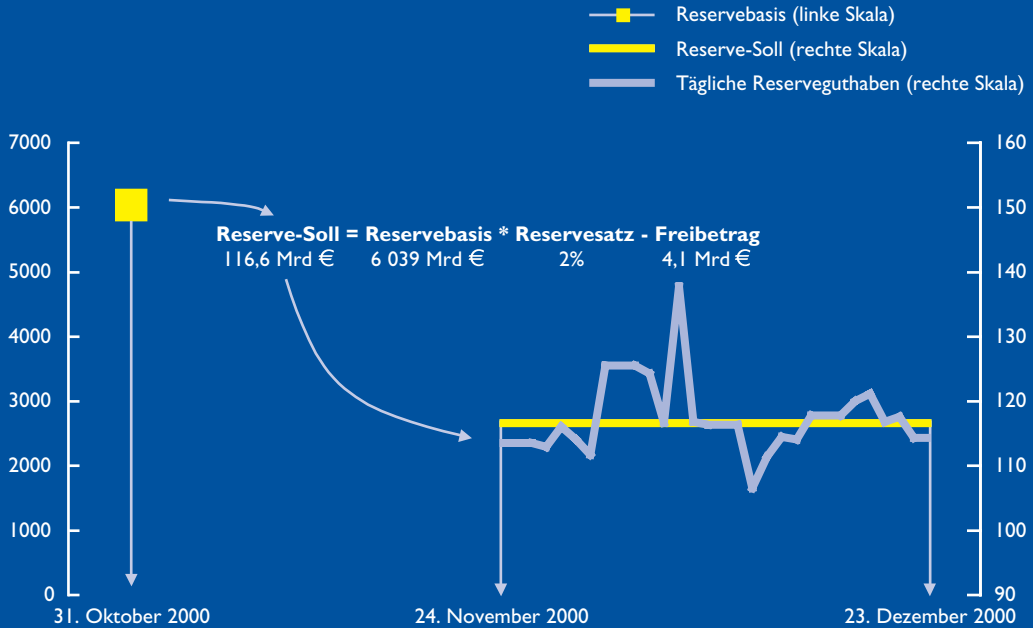
Verzinsung der Mindestreserven

Berechnung des Mindestreserve-Solls

Abbildung 4.2

Die Funktionsweise des Mindestreservesystems des Eurosystems

(Mrd €)



Quelle: EZB.

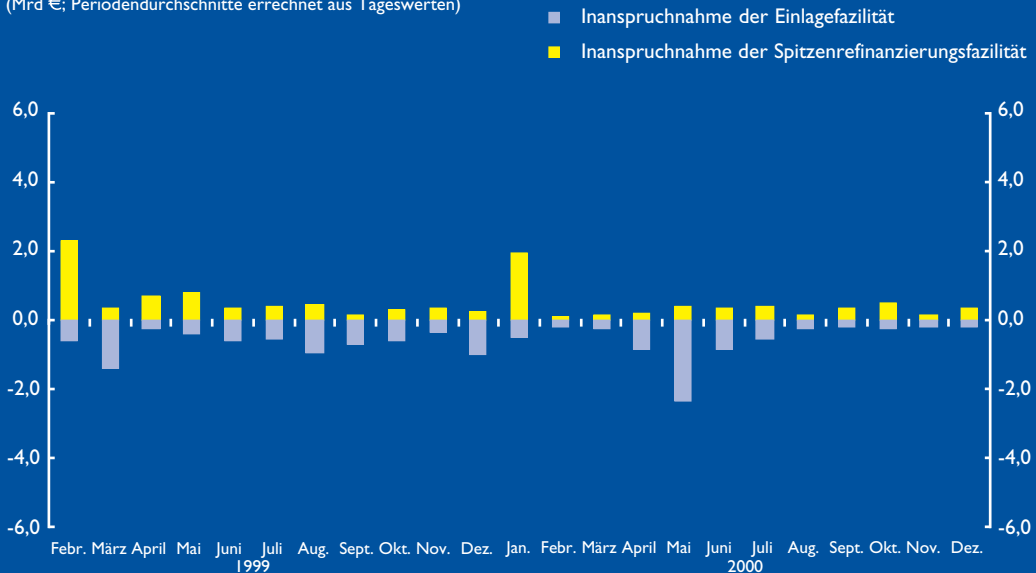
Stabilisierung der
Geldmarktzinssätze

vorübergehende Mindestreserve-Ungleichgewichte durch entgegengesetzte Ungleichgewichte innerhalb der gleichen Erfüllungsperiode ausgeglichen werden können. Die Bestimmungen zur Durchschnittserfüllung ermöglichen es auch, dass Institute davon profitieren können, dass sie Interbankkredite gewähren und ein Mindestreservedefizit ausweisen, wenn die kürzesten Geldmarktsätze über den für den Rest der Erfüllungsperiode erwarteten Sätzen liegen. Im umgekehrten Fall können sie Interbankkredite aufnehmen und Überschussreserven unterhalten. Theoretisch sollte diese „intertemporale Arbitrage“ dafür sorgen, dass das aktuelle und das am Ende der Erfüllungsperiode erwartete Niveau der kürzesten Geldmarktzinssätze während der gesamten Erfüllungsperiode gleich hoch sind. Dieser Mechanismus stabilisiert den Tagesgeldsatz während der Erfüllungsperiode, sodass für die Zentralbank keine Notwendigkeit besteht, häufig am Geldmarkt zu intervenieren. Die Bestimmung über die Durchschnittserfüllung funktioniert während der Erfüllungsperiode reibungslos. Am Ende der Erfüllungsperiode aber müssen die Banken das Mindestreserve-Soll erfüllen und können einen Liquiditätsüberschuss oder -fehlbetrag nicht mehr in die Zukunft verschieben. Dies erklärt die aus Abbildung 4.1 ersichtlichen Spitzen in der Entwicklung des EONIA gegen Ende jeder Erfüllungsperiode.

Eine zweite wichtige Funktion des Mindestreservesystems besteht darin, die strukturelle Liquiditätsknappheit im Bankensystem zu vergrößern. Wenn

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in den Jahren 1999 und 2000

(Mrd €, Periodendurchschnitte errechnet aus Tageswerten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die x-Achse bezieht sich auf den Monat, in dem eine Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete (die erste Erfüllungsperiode endete erst im Februar 1999).

Kreditinstitute Mindestreserven bei den NZBen unterhalten müssen, erhöht dies die Nachfrage nach Zentralbankgeld, was wiederum der EZB die Steuerung der Geldmarktsätze über regelmäßige liquiditätszuführende Geschäfte erleichtert.

4.5 Ständige Fazilitäten

Wie bereits erwähnt, setzt das Eurosystem die Geldpolitik auch durch die Festsetzung von Zinssätzen für seine ständigen Fazilitäten um. Die ständigen Fazilitäten dienen dazu, Übernachtliquidität auf Initiative der Geschäftspartner bereitzustellen oder abzuschöpfen. Zugelassene Geschäftspartner können zwei ständige Fazilitäten in Anspruch nehmen: die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität. Der Anreiz für Banken, ständige Fazilitäten in Anspruch zu nehmen, wird dadurch erheblich verringert, dass die dafür geltenden Zinssätze in der Regel ungünstiger als die Marktzinssätze sind.

Abbildung 4.3 zeigt die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in den Jahren 1999 und 2000. Sie lag zumeist unter 1 Mrd €, woraus deutlich wird, dass diese Fazilitäten nur dazu dienen, Liquidität in Ausnahmefällen bereitzustellen bzw. zu absorbieren. Die Einführung des Euro zu Beginn des Jahres 1999 und die Jahrtausendwende waren Beispiele für solche Ausnahmesituationen und erklären die relativ hohe Inanspruch-

Vergößerung der strukturellen Liquiditätsknappheit

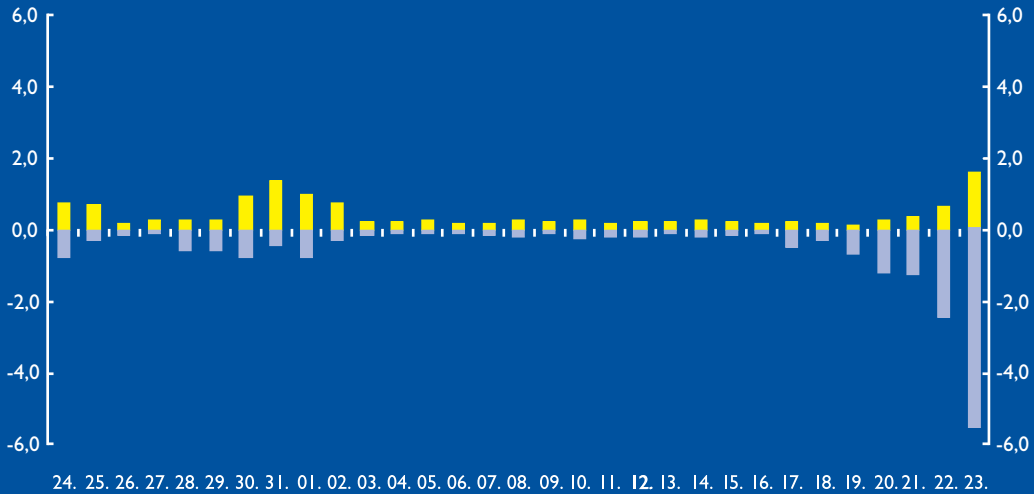
Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität

Wichtig in Ausnahmefällen...

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(Mrd €; Durchschnitte errechnet aus Tageswerten von Februar 1999 bis Dezember 2000)

■ Spitzenrefinanzierungsfazilität
■ Einlagefazilität



Quelle: EZB.

nahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in den im Februar 1999 bzw. Januar 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperioden.⁵

Abbildung 4.4 zeigt den typischen Verlauf der Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Wie aus der Abbildung zu ersehen ist, ist die Inanspruchnahme am Ende der Erfüllungsperiode am höchsten.⁶ Dies hängt mit der im Mindestreservesystem vorgesehenen Durchschnittserfüllung zusammen, die es Kreditinstituten gestattet, tägliche Liquiditätsdefizite und -überschüsse auszuweisen und die Mindestreservepflicht entweder im Voraus oder erst am Ende der Erfüllungsperiode zu erfüllen. Das Reserve-Soll muss lediglich am letzten Tag der Erfüllungsperiode, wenn Unterschreitungen des Solls oder Überschüsse nicht mehr durch gegenläufige Ungleichgewichte in der gleichen Erfüllungsperiode ausgeglichen werden können, abschließend erfüllt werden.

...und am Ende der
Mindestreserve-
Erfüllungsperiode

4.6 Zentralbankliquidität und Liquiditätsbedarf des Bankensystems

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass der Handlungsrahmen das Instrumentarium und die Verfahren umfasst, die eine Zentralbank einsetzt, um die Zinssätze und die Liquidität am Geldmarkt zu steuern und Signale hinsicht-

⁵ Die erste Erfüllungsperiode war länger als üblich; sie begann am 1. Januar 1999 und endete am 23. Februar 1999.

⁶ Aus Abbildung 4.4 wird auch eine relativ hohe Inanspruchnahme gegen Monatsende deutlich, die allerdings weitgehend mit den besonderen Umständen beim Übergang auf das Jahr 2000 zusammenhängt.

lich der geldpolitischen Absichten zu geben. Das Bankensystem des Euro-raums weist - wegen seines Banknotenbedarfs und insbesondere der Ver-pflichtung zur Erfüllung der Mindestreservepflicht - insgesamt ein Liquidi-tätsdefizit auf und ist auf die Refinanzierung durch das Eurosystem ange-wiesen. In diesem Umfeld fungiert das Eurosystem als Liquiditätsanbieter und kann somit die Geldmarktzinssätze steuern und geldpolitische Impulse im gesamten Eurogebiet weiterleiten.

Die Wechselbeziehung zwischen dem Eurosystem und dem Bankensystem lässt sich mithilfe der konsolidierten Bilanz des Eurosystems veranschauli-chen. In Tabelle 4.3 wird eine vereinfachte standardisierte Zentralbankbilanz vorgestellt.

Auf der Aktivseite finden sich im Wesentlichen drei liquiditätszuführende Bilanzposten: „Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“, „Spitzenrefi-

Eurosystem als
Bereitsteller von
Liquidität

Konsolidierte Bilanz
des Eurosystems

Zentralbankbilanzstruktur

Eine standardisierte Zentralbankbilanz:

AKTIVA

Refinanzierungsgeschäfte mit
Kreditinstituten
Spitzenrefinanzierungsfazität
Nettoposition in Fremdwährung

PASSIVA

Guthaben der Kreditinstitute
auf Girokonten (Reserven)
Einlagefazität
Banknotenumlauf
Einlagen der üblichen Haushalte
Sonstige Faktoren (netto)

Kann wie folgt neu gegliedert werden:

LIQUIDITÄTSBEREITSTELLUNG DURCH GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE

„Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“
plus „Spitzenrefinanzierungsfazität“
minus „Einlagefazität“

gleich

AUTONOME FAKTOREN

„Banknotenumlauf“
plus „Einlagen der üblichen Haushalte“
minus „Nettoposition in Fremdwährung“
plus „Sonstige Faktoren (netto)“

plus

RESERVEN

„Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten“

Tabelle 4.3

Aktiva

finanzierungsfazität“ und „Nettoposition in Fremdwährung“. Unter „Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“ ist der ausstehende Betrag liquiditätszuführender Offenmarktgeschäfte ausgewiesen. Beim Eurosystem umfassen diese Geschäfte stets die Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte. Auch die liquiditätszuführenden Feinststeuerungsoperationen und strukturellen Operationen würden unter dieser Position aufgeführt. Die „Spitzenrefinanzierungsfazität“ bezeichnet die Übernachtskredite der Zentralbank an Kreditinstitute, die diese Fazität in Anspruch nehmen. Die „Nettoposition in Fremdwährung“ enthält die Fremdwährungsforderungen der Zentralbank abzüglich etwaiger auf Fremdwährung lautender Zentralbankverbindlichkeiten.

Passiva

Auf der Passivseite finden sich fünf Hauptposten, und zwar die „Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem“, die „Einlagefazität“, der „Banknotenumlauf“, die „Einlagen der öffentlichen Haushalte“ und „sonstige Faktoren (netto)“. Die „Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem“ bezeichnen die Guthaben der Kreditinstitute bei der Zentralbank zur Erfüllung von Settlement-Verpflichtungen aus Interbankgeschäften und zur Erfüllung der Mindestreservepflicht (auch einfach als „Reserven“ bezeichnet). Unter der „Einlagefazität“ ist die gesamte Übernachtsanspruchnahme dieser ständigen Fazität ausgewiesen. Der Posten „Banknotenumlauf“ umfasst die von der Zentralbank auf Anforderung von Kreditinstituten in Umlauf gegebenen Banknoten. Dies ist in der Regel der größte Posten auf der Passivseite. Die „Einlagen der öffentlichen Haushalte“ stellen die Guthaben der nationalen Schatzämter auf Girokonten bei den NZBen dar. Die „sonstigen Faktoren (netto)“ schließlich sind ein Ausgleichsposten, der die übrigen Bilanzpositionen umfasst.

Liquiditätsangebot
und -nachfrage

Buchhalterisch müssen die jeweiligen Beträge der gesamten Aktiva und Passiva stets übereinstimmen. Zum besseren Verständnis der Funktionsweise einer Zentralbank empfiehlt es sich, die Bilanz in drei Teilbilanzen zu gliedern, wie in den unteren drei Teilen der Tabelle 4.3 gezeigt wird. Wie aus der Tabelle ersichtlich, entspricht der Nettobetrag der Liquidität, die den Kreditinstituten von der Zentralbank tatsächlich bereitgestellt wird, der Summe von zwei Teilbilanzen. Die erste Teilbilanz setzt sich aus den „autonomen Faktoren“ zusammen (die Summe aus „Banknotenumlauf“ plus „Einlagen der öffentlichen Haushalte“ minus „Nettoposition in Fremdwährung“ plus „sonstige Faktoren (netto)“, die den Nettoeffekt der übrigen Bilanzpositionen in Bezug auf die Liquidität am Geldmarkt angibt). Diese Faktoren beeinflussen die Liquidität des Bankensystems und werden im Sprachgebrauch der Zentralbank als „autonome Faktoren“ bezeichnet, weil sie normalerweise nicht aus dem Einsatz geldpolitischer Instrumente resultieren.⁷ Die zweite Teilbilanz besteht aus den „Reserven“ der Kreditinstitute („Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten“). Die Summe aus „autonomen Faktoren“ und „Reserven“ entspricht der über geldpolitische Geschäfte

7 Einige autonome Faktoren entziehen sich der Kontrolle der Währungsbehörden („Banknotenumlauf“ und „Einlagen der öffentlichen Haushalte“). Andere Faktoren, wie etwa die „Nettoposition in Fremdwährung“, können von den Währungsbehörden gesteuert werden. Allerdings stehen Transaktionen mit diesen Aktiva im Allgemeinen nicht im Zusammenhang mit geldpolitischen Geschäften (abgesehen von Devisenswaps; siehe Kasten 4.2).

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €; Tagesdurchschnittsbestände vom 24. November bis 23. Dezember 2000)

Tabelle 4.4

	Liquiditäts- zuführend (Aktiva)	Liquiditäts- abschöpfend (Passiva)	Netto- beitrag
Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
Hauptrefinanzierungs- geschäfte	210,4	–	+ 210,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	–	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,4	0,4	+ 0,0
Sonstige Geschäfte ¹⁾	0,0	0,0	0,0
INSGESAMT (a)	255,7	0,4	255,4
Die Liquidität des Bankensystems beeinflussende autonome Faktoren			
Banknotenumlauf	–	360,4	- 360,4
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	–	61,1	- 61,1
Nettoposition in Fremdwährung	394,4	–	+ 394,4
Sonstige Faktoren (netto)	–	111,1	- 111,1
INSGESAMT (b)	394,4	532,6	- 138,2
Reserven = Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem			
Mindestreserve-Soll (c)			116,6
Überschussreserven (d)			0,6
INSGESAMT (a)+(b) = (c)+(d)			117,2

Quelle: EZB.

1) Ohne „Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen durch NZBen in der zweiten Stufe der WWU, die im Berichtszeitraum dieser Tabelle noch ausstanden.

bereitgestellten Liquidität (der Summe aus „Refinanzierungsgeschäfte mit Kreditinstituten“ und „Spitzenrefinanzierungsfazilität“ minus „Einlagefazilität“).

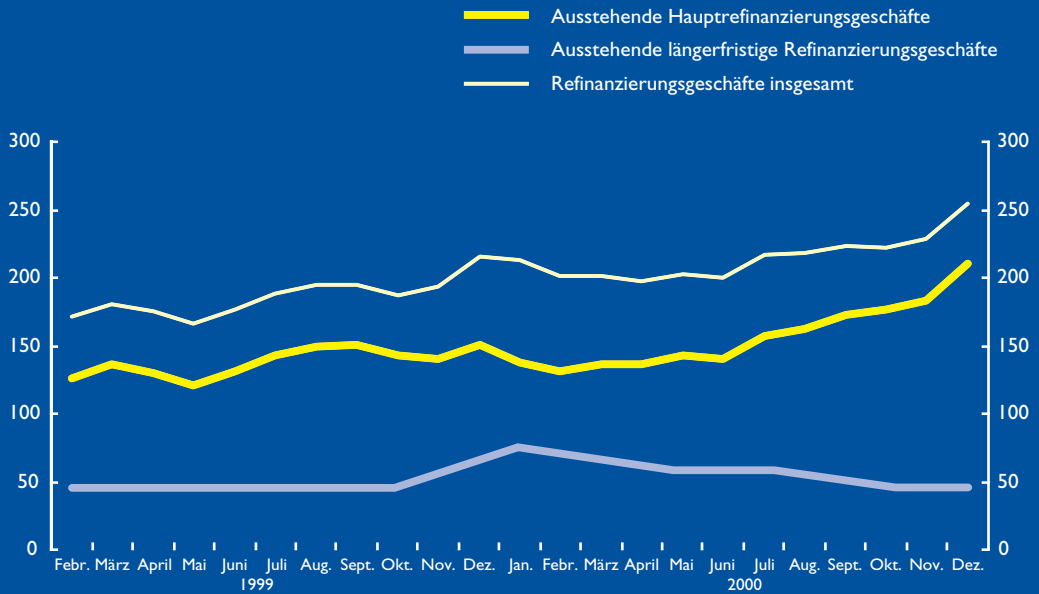
Von dieser schematischen Analyse zu der tatsächlichen Bilanz des Eurosystems wechselnd, zeigt Tabelle 4.4 den Beitrag der wichtigsten Posten zur Liquidität des Bankensystems vom 24. November bis 23. Dezember 2000. Der Großteil der Liquidität wurde über Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitgestellt, zusätzliche Liquidität über längerfristige Refinanzierungsge-

Beitrag der
wichtigsten Posten

Abbildung 4.5

Volumen der Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte

(Mrd €; Periodendurchschnitte errechnet aus Tageswerten)

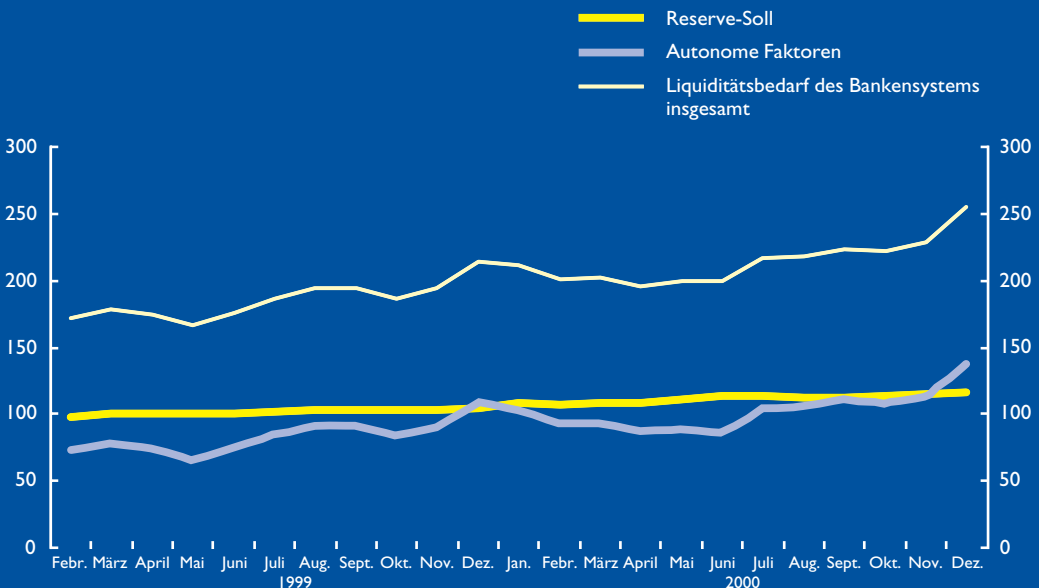


Quelle: EZB.

Abbildung 4.6

Reserve-Soll und autonome Faktoren

(Mrd €; Periodendurchschnitte errechnet aus Tageswerten)



Quelle: EZB.

schäfte. Die ständigen Fazilitäten und sonstige Geschäfte, wie etwa Feinsteuerungsoperationen, haben in der Regel nur einen sehr geringen Einfluss auf die Liquidität des Bankensystems.

Der zweite Teil von Tabelle 4.4 zeigt die „autonomen Faktoren“. Deren liquiditätsabsorbierende Wirkung entsteht vor allem durch den Banknotenumlauf und die Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem. Der Banknotenumlauf entzieht dem Bankensystem Liquidität, weil Banknoten von der Zentralbank beschafft werden und Kreditinstitute deswegen bei der Zentralbank Mittel aufnehmen müssen. Eine entgegengesetzte Wirkung auf die Liquidität des Bankensystems geht dagegen von der Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung aus. Käufe von Auslandsaktiva durch das Eurosystem erhöhen die Liquidität des Bankensystems und verringern den Bedarf an liquiditätszuführenden geldpolitischen Geschäften. Die Mindestreservepflicht hat eine etwa ebenso starke liquiditätsabschöpfende Wirkung wie alle autonomen Faktoren zusammengenommen. Die Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll sind die „Überschussreserven“.

Die Abbildungen 4.5 und 4.6 zeigen, wie sich die wichtigsten liquiditätszuführenden und liquiditätsabsorbierenden Faktoren in den Jahren 1999 und 2000 entwickelt haben. Abbildung 4.5 verdeutlicht, dass der überwiegende Teil der Liquidität über Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitgestellt wurde, und spiegelt damit die Schlüsselrolle dieses geldpolitischen Instruments wider. Zusätzliche Liquidität wurde über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte bereitgestellt. Wie aus Abbildung 4.5 hervorgeht, lag dieser Betrag im Berichtszeitraum zwischen 45 Mrd € und 75 Mrd €.

Abbildung 4.6 zeigt die Entwicklung der beiden wesentlichen Faktoren, die im Bankensystem ein strukturelles Liquiditätsdefizit entstehen lassen. Die Mindestreservepflicht war in der Regel für mehr als die Hälfte des gesamten Liquiditätsbedarfs des Bankensystems verantwortlich. Die liquiditätsabsorbierende Wirkung autonomer Faktoren insgesamt hat sich im Zeitverlauf verstärkt; am Ende des Berichtszeitraums entzogen sie dem Bankensystem fast ebenso viel Liquidität wie die Mindestreservepflicht.

4.7 Erfahrungen in den Jahren 1999 und 2000

Der Handlungsrahmen des Eurosystems hat sich seit Beginn des Jahres 1999 bewährt. Er hat die EZB in die Lage versetzt, die Liquidität und die kurzfristigen Zinssätze reibungslos zu steuern. Die Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinssätze im Euroraum war in den ersten beiden Jahren der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion geringer als an fast allen anderen Geldmärkten. Dies wurde fast ohne Rückgriff auf Feinsteuerungsmaßnahmen erreicht, d. h. allein durch ein Mindestreservesystem mit Durchschnittserfüllung sowie durch wöchentliche Offenmarktgeschäfte. Stabile Geldmarktbedingungen verbessern die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Gesamtwirtschaft. Darüber hinaus spiegeln sie ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit hinsichtlich der operativen Fähigkeiten der Zentralbank und ihrer Fähigkeit zur Liquiditätssteuerung wider.

Autonome Faktoren

Relative Bedeutung liquiditätszuführender Faktoren

Relative Bedeutung liquiditätsabsorbierender Faktoren

Geringe Volatilität der kurzfristigen Zinssätze

Klare Signale
hinsichtlich des
geldpolitischen
Kurses

Flexibler
Handlungsrahmen

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die bis Juni 2000 in Form von Festzinstendern durchgeführt wurden, setzten klare Signale hinsichtlich des geldpolitischen Kurses. Gleiches gilt aber auch für die seit Juni 2000 durchgeführten Zinstender, bei denen ein Mindestbietungssatz vorgegeben wird. Dieses System hat gut funktioniert, wie der relativ geringe Abstand zwischen dem marginalen Zinssatz und dem Mindestbietungssatz zeigt. Zudem blieb die Volatilität der kurzfristigen Geldmarktsätze so niedrig wie während der Zeit, als Mengentender durchgeführt wurden.

Schließlich kann man sagen, dass der Handlungsrahmen - wöchentliche Tender mit zweiwöchiger Laufzeit und monatliche Tender mit dreimonatiger Laufzeit - seinen Zweck erfüllt, nämlich zum einen den Kreditinstituten längerfristige Liquidität zur Verfügung zu stellen und zum anderen dafür zu sorgen, dass das Eurosystem flexibel genug ist, um die Liquiditätsentwicklung auf kurze Sicht hinreichend genau steuern zu können. Außerdem hat der Handlungsrahmen eine große Anpassungsfähigkeit an ein sich wandelndes finanzielles Umfeld bewiesen. Dies wurde besonders daraus deutlich, dass von vielen Zentralbanken weltweit relativ weit reichende Maßnahmen zur Vorbereitung auf die Jahrtausendwende getroffen wurden, während das Eurosystem nur vergleichsweise geringfügige Anpassungen vornehmen musste.

5 Die geldpolitischen Beschlüsse in den Jahren 1999 und 2000

In diesem Kapitel wird die Geldpolitik in den ersten zwei Jahren der dritten Stufe der WWU erläutert. Im April 1999 beschloss der EZB-Rat angesichts eines niedrigen Preisauftriebs, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 3 % auf 2,5 % zu senken. Nach dem Sommer 1999 jedoch veränderte sich die Lage allmählich. Das Geldmengenwachstum verharrte über dem Referenzwert und gleichzeitig verstärkte sich, hauptsächlich infolge negativer Einflüsse durch die Ölpreise und den Euro-Wechselkurs, der Preisauftrieb. Überdies hielt das kräftige Wachstum des realen BIP weiter an. Um Preisstabilität zu gewährleisten, erhöhte der EZB-Rat zwischen November 1999 und Oktober 2000 die EZB-Schlüsselzinsen um insgesamt 225 Basispunkte.

5.1 Grundlegende Entwicklungen

Erstes Halbjahr 1999

Der zur dritten Stufe der WWU führende Konvergenzprozess war erfolgreich abgeschlossen, als die EZB am 1. Januar 1999 die Verantwortung für die Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet übernahm. Es war Preisstabilität erzielt worden, und somit war der EZB-Rat in der Lage, die Zinsen auf einem sehr niedrigen Niveau zu belassen. Der erste Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte (nähere Einzelheiten zur Durchführung der Geldpolitik finden sich in Kapitel 4) betrug 3 %, der Spitzenrefinanzierungssatz und der Einlagesatz lagen bei 4,5 % bzw. 2 %. Diese Zinssätze waren am 22. Dezember 1998 offiziell bekannt gegeben worden. Vorangegangen war eine koordinierte Senkung der Schlüsselzinsen durch die NZBen der Länder, die den Euro einführten. Mit dieser Maßnahme, die bereits früher im Dezember 1998 beschlossen worden war, wurde der im Vorfeld der dritten Stufe stattfindende Konvergenzprozess bei den Schlüsselzinsen abgeschlossen.

Zu Beginn der dritten Stufe legte der EZB-Rat als vorübergehende Maßnahme zur Gewährleistung eines reibungslosen Übergangs zu einem einheitlichen Geldmarkt einen „engen Korridor“ für die Geldmarktzinsen fest. Vom 4. bis 21. Januar 1999 wurden die Sätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität auf 3,25 % bzw. 2,75 % festgesetzt. Diese Übergangsmaßnahmen endeten am 22. Januar 1999 mit Inkrafttreten der im Vormonat beschlossenen Zinssätze für die ständigen Fazilitäten (siehe Abbildung 4.1).

Im ersten Quartal 1999 verlief die Preisentwicklung sehr moderat. Die Teuerungsrate nach dem HVPI blieb im Januar und Februar mit 0,8 % auf dem Stand vom Dezember 1998 (siehe Abbildung 5.3). In diesem Umfeld niedriger Inflation traten Hinweise auf, wonach sich die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet stärker abschwächen könnte, als Ende 1998 erwartet worden war. Die Wachstumsverlangsamung war größtenteils eine Folge der durch die Asienkrise Ende 1997 bedingten schwächeren Auslandsnachfrage sowie des Vertrauensverlustes im Sog der internationalen Marktturbulen-

Übertragung der Geldpolitik auf die EZB

Enger Zinskorridor für einen reibungslosen Übergang

Abwärtsrisiken für die Preisstabilität im ersten Halbjahr 1999

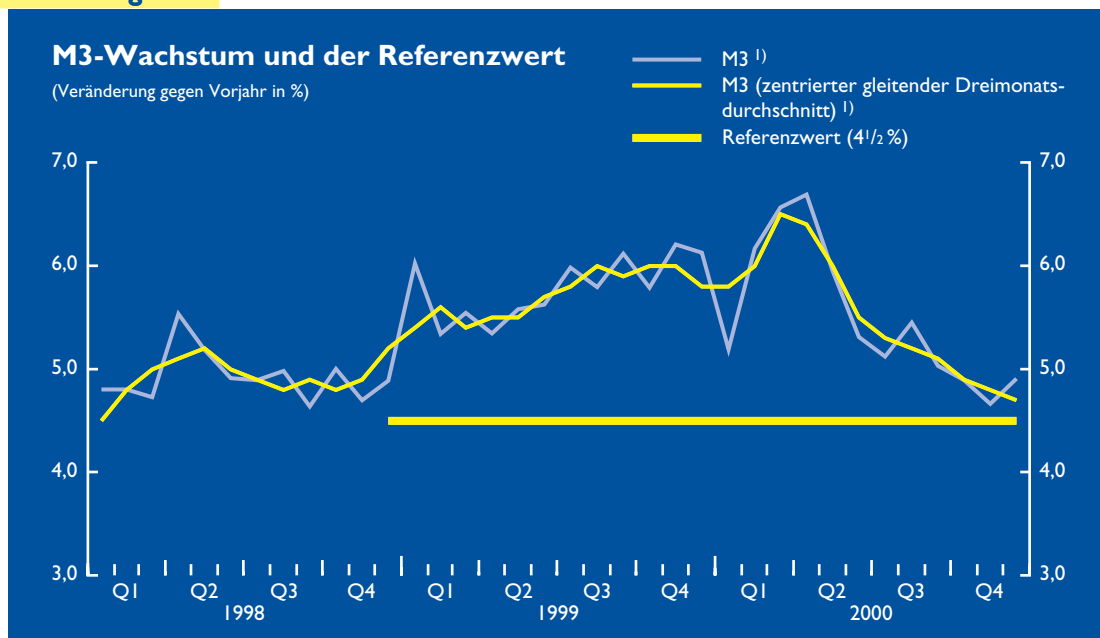
zen nach der Russlandkrise im Sommer 1998. Das reale BIP-Wachstum schwächte sich im letzten Quartal 1998 deutlich ab, und das Exportwachstum fiel ins Minus. Es wurde somit Anfang 1999 immer deutlicher, dass die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht nach unten gerichtet waren.

Allerdings hatte die geldpolitische Antwort auf diese Abwärtsrisiken für die Preisstabilität die Tatsache zu berücksichtigen, dass einige Indikatoren Anfang 1999 in die entgegengesetzte Richtung zu zeigen schienen. So lag insbesondere der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 im Zeitraum von Dezember 1998 bis Februar 1999 über dem Referenzwert für das M3-Wachstum von 4 ½ % (siehe Abbildung 5.1). Die Kreditvergabe an den privaten Sektor weitete sich mit einer Anfang 1999 verzeichneten Jahressteigerungsrate von rund 10 % stark aus, was mit den Anzeichen für eine konjunkturelle Abschwächung schwer in Einklang zu bringen war (siehe Abbildung 5.2). Darüber hinaus war das Verbrauchervertrauen trotz nachlassender Konjunktur nach wie vor relativ groß. Schließlich fingen Mitte Februar die Ölpreise an zu steigen, und der effektive Wechselkurs des Euro bewegte sich in den ersten Monaten des Jahres nach unten (siehe Abbildung 5.4) – zwei Faktoren, von denen ebenfalls ein gewisser Aufwärtsdruck auf die Preise ausging.

Die Beurteilung der monetären Entwicklung Anfang 1999 wurde weiter durch die Unsicherheit darüber erschwert, wie sich der Übergang zur dritten Stufe der WWU auf die Geldmengenaggregate auswirken würde. Tatsächlich wurde es als wahrscheinlich angesehen, dass für das drastische Anwachsen der M3-Bestände im Januar 1999 Sonderfaktoren wie Verände-

M3-Daten wahrscheinlich durch Sonderfaktoren beeinflusst

Abbildung 5.1



Quelle: EZB.

1) Bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile.

rungen im statistischen Berichtswesen oder die Umstellung auf das neue Mindestreservesystem verantwortlich waren.

Aufgrund dieser Unsicherheit und der nur mäßigen Abweichung der Geldmenge M3 vom Referenzwert war der EZB-Rat insgesamt seinerzeit nicht der Auffassung, dass die Entwicklung der Geldmenge Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität in sich berge. Daher beschloss er am 8. April 1999 in einem Umfeld, das sich durch deutlich unterhalb der von der EZB definierten Obergrenze für Preisstabilität liegende Inflationsraten auszeichnete, und angesichts des Abwärtsdrucks, der wahrscheinlich die künftige Preisentwicklung aufgrund einer sich abkühlenden Konjunktur beeinflussen würde, den Hauptrefinanzierungssatz um 50 Basispunkte auf 2,5 % zu senken. Gleichzeitig verringerte der EZB-Rat den Spitzenrefinanzierungssatz auf 3,5 % und den Zinssatz für die Einlagefazilität auf 1,5 %, wodurch ein symmetrischer Zinskorridor um den Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte eingerichtet wurde. Diese Beschlüsse galten als eine angemessene Vorsorgemaßnahme zur Sicherung der mittelfristigen Preisstabilität.

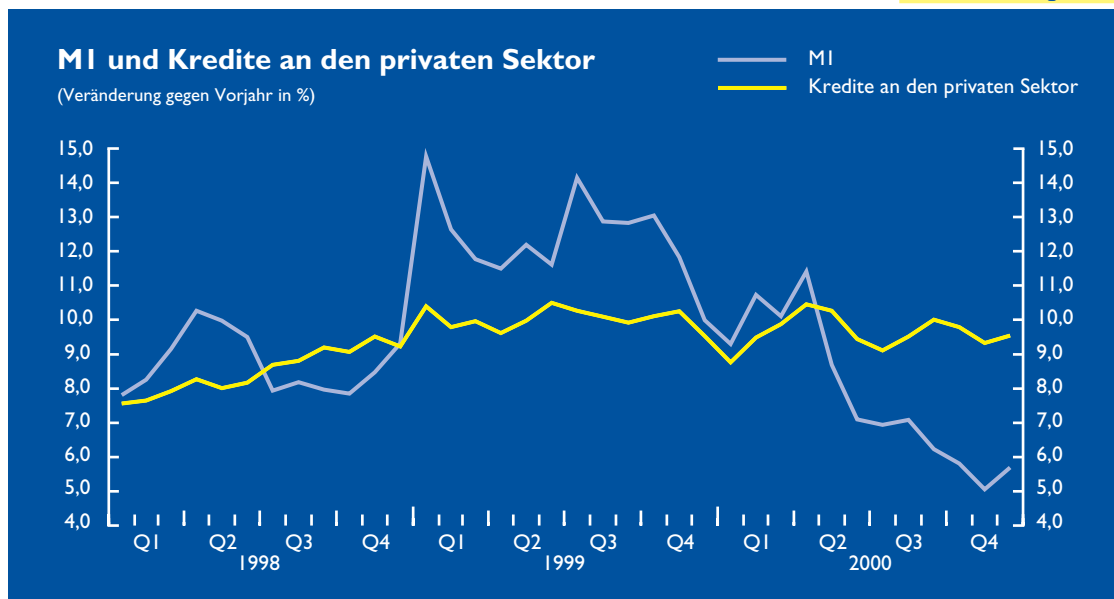
Zinssenkung im April 1999

Zweites Halbjahr 1999

In den nachfolgenden Monaten kam es zu einem allmählichen Wandel des wirtschaftlichen Umfelds. Während des Sommers 1999 deuteten die Konjunkturdaten im Euro-Währungsgebiet zunehmend darauf hin, dass sich die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität auf dem Rückzug befanden. Das außenwirtschaftliche Umfeld verbesserte sich weiter, da die Konjunktur in mehreren Schwellenländern vermehrt Anzeichen für eine Stabilisierung oder gar einen Aufschwung erkennen ließ. Das robuste Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten setzte sich fort. Alles in allem zeichnete sich immer

Allmähliche Besserung des wirtschaftlichen Umfelds...

Abbildung 5.2



Quelle: EZB.

deutlicher ab, dass die Wirtschaft im Eurogebiet auf ein sich in der zweiten Hälfte des Jahres 1999 und im Jahr 2000 kräftig beschleunigendes Wachstum zusteuerte.

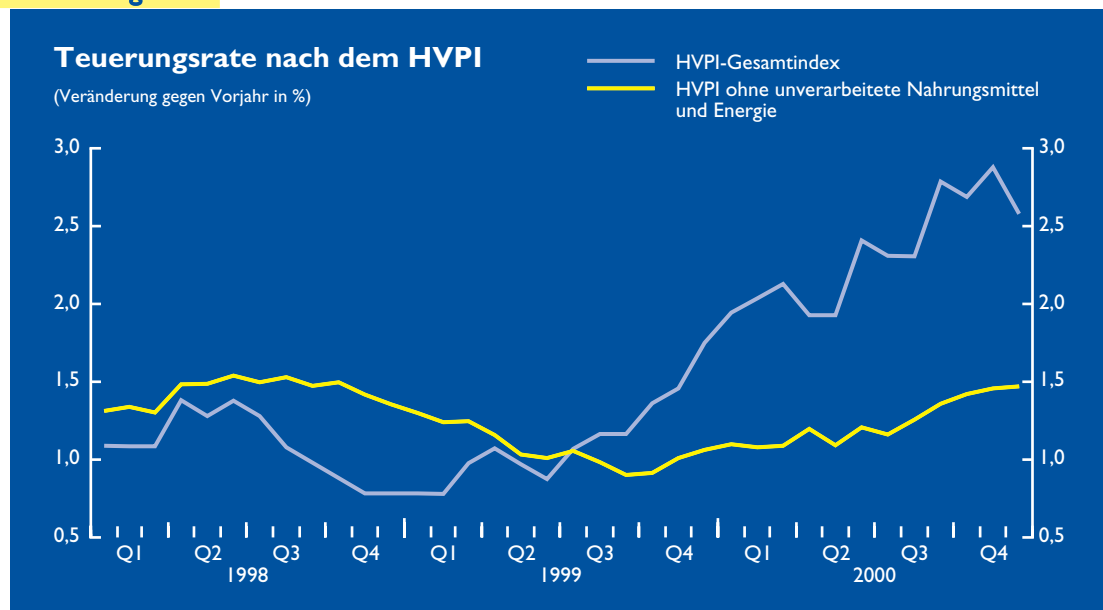
Die Geld- und Kreditaggregate zeigten im Jahresverlauf 1999 in ihrer Tendenz, dass die monetären Rahmenbedingungen im Eurogebiet einer konjunkturellen Erholung nicht im Wege standen. Zum Jahresbeginn beschleunigte sich das M3-Wachstum vorübergehend und überschritt dann im Verlauf des Sommers deutlich den Referenzwert – der gleitende Dreimonatsdurchschnitt kletterte allmählich auf fast 6,0 %. Selbst wenn man die Ausnahmeentwicklungen ganz zu Beginn des Jahres 1999 in Rechnung stellt, so war eine lang anhaltende Expansion der Geldmenge doch nicht zu übersehen. Unterdessen weitete sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor mit einer hohen Wachstumsrate von rund 10 % weiter aus.

Der effektive Wechselkurs des Euro schwächte sich während der Sommermonate weiter ab, und die Ölpreise zogen weiter an. Alles in allem wiesen die aus der Entwicklung der monetären Aggregate, der Finanzmärkte und anderer Wirtschaftsindikatoren gewonnenen Informationen darauf hin, dass keine Abwärtsrisiken für die Preisstabilität mehr vorhanden waren. Auf der Grundlage dieser Anhaltspunkte wurde deutlich, dass die für die vorbeugende Zinssenkung vom April 1999 ursächlichen Faktoren keine Relevanz mehr besaßen. Daher beschloss der EZB-Rat am 4. November 1999 eine Anhebung der Schlüsselzinssätze um 50 Basispunkte, wodurch der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf 3,0 % stieg und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität sich auf 4,0 % bzw. 2,0 % erhöhten.

...und anhaltendes
Geldmengen-
wachstum...

...führten zu einer
Zinserhöhung im
November 1999, ...

Abbildung 5.3



Quelle: Eurostat.

Dieser geldpolitische Richtungswechsel wurde vorgenommen, um zu verhindern, dass sich die im Geld- und Kreditwachstum zum Ausdruck kommende reichliche Liquiditätsversorgung mittelfristig in einem Aufwärtsdruck auf die Preise niederschlägt, und um die Inflationserwartungen sicher unter 2 % zu halten. Das Ausmaß der Erhöhung zielte auch darauf ab, Verunsicherungen im Hinblick auf den kurzfristigen Kurs der Geldpolitik zu beseitigen und somit zu einer Verringerung der Unsicherheitsprämien an den Finanzmärkten während des Übergangs zum Jahr 2000 beizutragen.

...die darauf abzielte, die Inflationserwartungen sicher unter 2 % zu halten

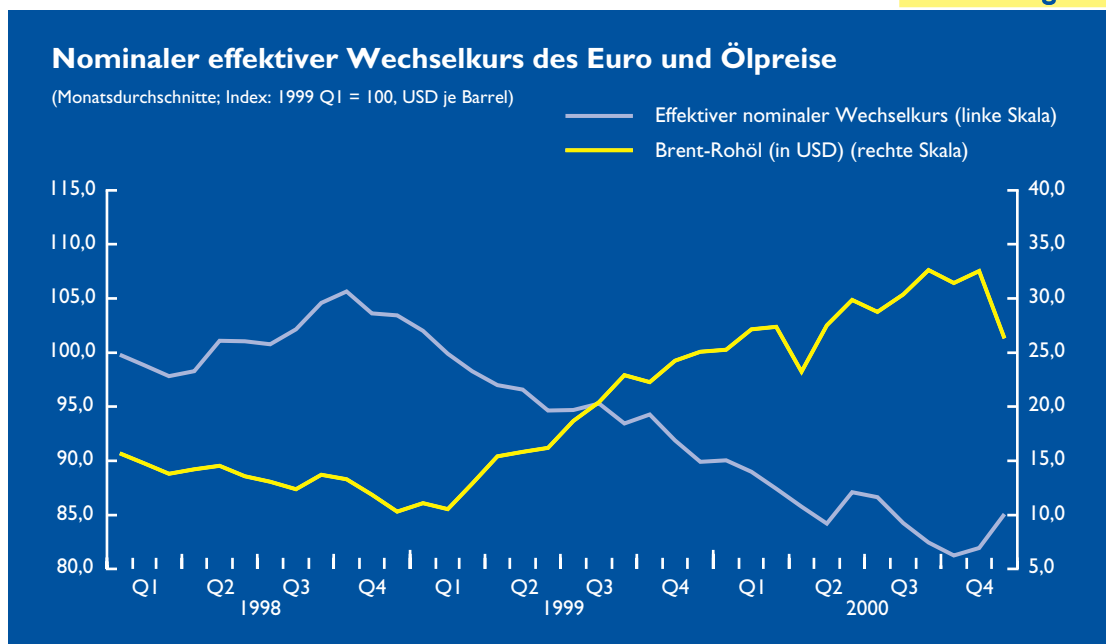
Erstes Halbjahr 2000

Im ersten Halbjahr 2000 wiesen die Informationen aus den im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB beurteilten Variablen verstärkt auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hin. Der Dreimonatsdurchschnitt des Jahreswachstums von M3 im letzten Quartal 1999 (der Ende Januar 2000 bekannt wurde) lag mit rund 6 % deutlich über dem Referenzwert von 4 ½ % und erreichte im Frühjahr 2000 einen Höchststand von rund 6,5 %. Die lang anhaltende Überschreitung des Referenzwerts für das M3-Wachstum – in einer Zeit, in der die Teuerungsrate sehr gering blieb – rief Besorgnis hervor, denn dies implizierte, dass die reichliche Liquiditätsversorgung Ende 1999 und in der ersten Jahreshälfte 2000 stetig weiter zugenommen hatte. Außerdem wurde das schnelle Anwachsen der Geldmenge M3 von einem M1-Wachstum flankiert, das bei 10 % oder darüber lag.

Dem über dem Referenzwert liegenden Wachstum von M3, ...

Auch die von der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie stammenden, im ersten Halbjahr 2000 verfügbaren Daten wiesen verstärkt auf Aufwärts-

Abbildung 5.4



Quellen: Eurostat und Financial Times.

...der wirtschaftlichen Erholung...

...und dem Preisauftrieb durch die Einfuhren...

risiken für die Geldwertstabilität hin. Die Zahlen zum realen BIP-Wachstum und sonstige Indikatoren einschließlich der Industrieproduktion und Umfragen zum Vertrauen der Industrie und der Verbraucher deuteten darauf hin, dass die Konjunktur Anfang 2000 kräftig angezogen hatte und auch weiterhin auf dem Wachstumspfad bleiben würde (siehe Abbildung 5.5). Auch das außenwirtschaftliche Umfeld war eine Wachstumsstütze für das Eurogebiet. Die wirtschaftliche Erholung in Ostasien und Lateinamerika hielt an, und in den Vereinigten Staaten waren keine Anzeichen für eine Wachstumsabschwächung auszumachen. In den anschließenden Monaten bestätigten sich diese Erwartungen. Die außenwirtschaftlichen Prognosen wurden, gestützt durch Zahlen und Umfragen zur konjunkturellen Entwicklung und das sich stetig weiter verbessernde internationale Umfeld, fortwährend nach oben korrigiert.

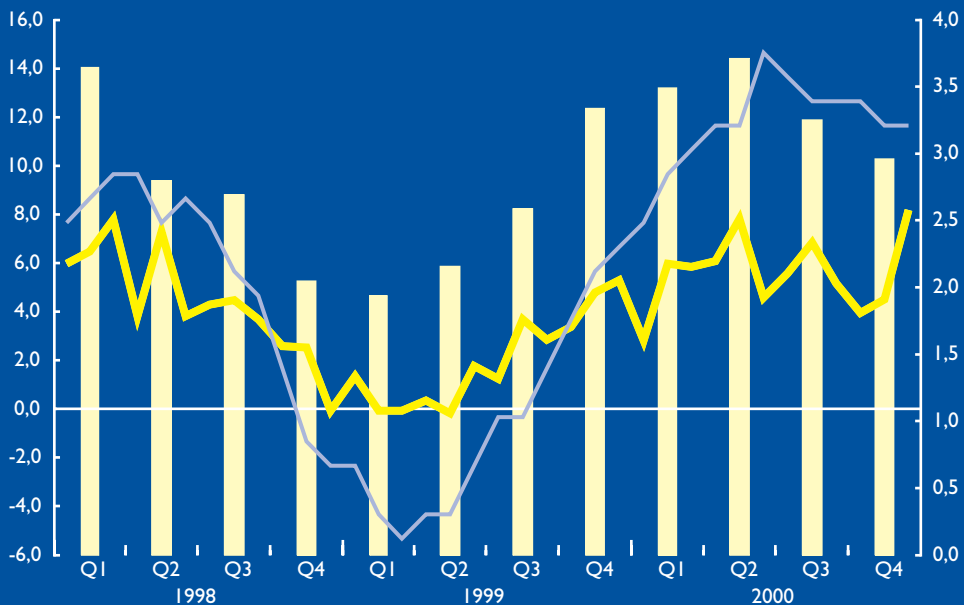
Die Entwicklung bei den Einfuhrpreisen schlug sich in einem zunehmenden Preisdruck im Eurogebiet nieder. Die Ölpreise stiegen fast ununterbrochen an. Unterdessen wertete sich der Wechselkurs des Euro weiter ab. Der EZB-Rat vertrat die Ansicht, dass eine derart lang anhaltende Abwertungsphase im Zusammenwirken mit dem massiven Ölpreisanstieg in einer

Abbildung 5.5

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

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

- Industrieproduktion (monatlich) (linke Skala)
- Vertrauen der Industrie (monatlich) (linke Skala) ¹⁾
- Reales BIP-Wachstum (vierteljährlich) (rechte Skala)



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

1) Abweichungen vom Durchschnitt seit Januar 1985.

Periode starken Wirtschaftswachstums auf mittlere Sicht inflationäre Folgen nach sich ziehen könnte, da es über Lohnsteigerungen zu Zweitrundeneffekten auf die Verbraucherpreise kommen könnte. Dieser Überlegung fiel zum damaligen Zeitpunkt besonderes Gewicht zu, da die Konjunktur im Eurogebiet kräftig anzog.

Beide Säulen der Strategie lieferten damit hinreichend Anhaltspunkte dafür, dass weitere Zinsanhebungen nötig waren. Der EZB-Rat beschloss am 3. Februar, 16. März und 27. April 2000, die Schlüsselzinsen um jeweils 25 Basispunkte zu erhöhen. Am 8. Juni 2000 wurden die Zinssätze nochmals um 50 Basispunkte heraufgesetzt.

Beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abgewickelten Geschäft wurden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Zinstender unter vorheriger Bekanntgabe eines Mindestbietungssatzes durchgeführt, welcher damals auf 4,25 % festgelegt wurde. Der Übergang zum Zinstenderverfahren war eine Reaktion auf die massiven Überbietungen, zu denen es im Rahmen des Mengentenderverfahrens gekommen war (siehe Kapitel 4). Die EZB gab bekannt, dass der Mindestbietungssatz den Festzins der Mengentender als den die geldpolitische Haltung der EZB signalisierenden „Schlüsselzins“ ersetzt.

Zweites Halbjahr 2000

Im Verlauf des Sommers 2000 veränderte sich die wirtschaftliche Situation geringfügig, obgleich die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität die Oberhand behielten. Das Anwachsen der monetären Aggregate verlangsamte sich allmählich, insbesondere bei den liquidesten M3-Komponenten, worin sich die Straffung der geldpolitischen Zügel widerspiegelte. Auch das Kreditwachstum im Eurogebiet war insgesamt rückläufig. Diese Trends wurden im Verlauf des Sommers, als die Zahlen für Mai 2000 und die nachfolgenden Monate veröffentlicht wurden, deutlich. Die Tatsache, dass das M3-Wachstum über dem Referenzwert lag, gab jedoch weiter Anlass zur Besorgnis.

Was die zweite Säule anbelangt, so trieben die Ölpreise die Teuerungsrate nach dem HVPI im Euroraum ab Juni 2000 auf über 2 %, der Obergrenze der Definition von mittelfristiger Preisstabilität. Die Konjunkturprognosen wurden im dritten Quartal 2000 weiter nach oben korrigiert. Die Inflationsprognosen bis zum Jahr 2002 wurden, zumindest bis zum dritten Quartal, gleichfalls nach oben revidiert.

Während des Sommers 2000 mehrten sich die Anzeichen, dass sich die Ölpreise nicht zurückbilden würden. Es zeichnete sich immer deutlicher ab, dass die Verbraucherpreisinflation länger als zuvor erwartet bei über 2 % bleiben würde und sich damit das Risiko erhöhte, dass es über die Löhne zu Zweitrundeneffekten kommen könnte. Diese Bedenken wurden durch die Mitte Juni erneut einsetzende Schwäche des Euro-Wechselkurses verstärkt.

Da die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität anhielten, beschloss der EZB-Rat am 31. August und nochmals am 5. Oktober 2000, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und den Zinssatz für die Einlagefazilität um jeweils 25 Basispunkte anzuheben. Als Folge dieser Beschlüsse belief sich der Min-

...wurde durch mehrere Zinsanhebungen entgegengewirkt

Übergang zum Zinstenderverfahren

M3-Wachstum verlangsamte sich, blieb jedoch über dem Referenzwert

Der Stand des HVPI von über 2 % im Euroraum...

...verstärkte das Risiko von Zweitrundeneffekten über die Löhne

Der EZB-Rat entschied, die Zinsen weiter zu erhöhen

destbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte nunmehr auf 4,75 % und die Sätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität betrugen 3,75 % bzw. 5,75 %.

Im Sommer 2000 stand der Wechselkurs des Euro nicht mehr im Einklang mit den soliden Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets. Die potenziellen Folgen für die Weltwirtschaft waren offensichtlich. Am 22. September 2000 trat man auf Initiative der EZB der Abwertung des Euro auf G-7-Ebene in Form einer konzertierten Intervention an den Devisenmärkten durch die Zentralbanken der Vereinigten Staaten, Japans, des Vereinigten Königreichs und Kanadas entgegen. Anfang November intervenierte die EZB erneut, um der von der Abwertung ausgehenden Bedrohung der Geldwertstabilität im Eurogebiet entgegenzuwirken.

Ende 2000 verlangsamte sich das M3-Wachstum weiter – die Anhebung der EZB-Schlüsselzinsen vom November 1999 hatte wohl zu einer Dämpfung der Nachfrage nach den liquidesten M3-Komponenten geführt. Während sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor nach wie vor relativ stark ausweitete, war das Wachstum der Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet insgesamt zwischen April und Oktober 2000 deutlich rückläufig. Parallel dazu sprachen die meisten Indikatoren dafür, dass im Euroraum weiterhin mit einem robusten, wenn auch etwas schwächeren Wirtschaftswachstum zu rechnen war. Weltweit allerdings waren Anzeichen für eine konjunkturelle Verlangsamung zu erkennen, was zu einiger Verunsicherung über die Wachstumsaussichten im Eurogebiet führte. In diesem Umfeld ließ die EZB ihre Schlüsselzinsen bis Ende 2000 unverändert.

5.2 Eine erste Bewertung

Der Erfolg der Geldpolitik der EZB lässt sich allein am Erhalt der Preisstabilität messen. Der Beschluss zur Senkung der EZB-Schlüsselzinsen im April 1999 wurde gefasst, um Abwärtsrisiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken. Der Beschluss zur Erhöhung der EZB-Schlüsselzinsen um 225 Basispunkte zwischen November 1999 und Oktober 2000 wurde gefasst, um Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität zu begegnen. Bei allen durchgeführten Maßnahmen demonstrierte der EZB-Rat sein großes Engagement für die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht. Angesichts der Wirkungsverzögerung bei der Transmission geldpolitischer Entscheidungen auf die Preisentwicklung war es bei Redaktionsschluss der vorliegenden Publikation noch zu früh, eine Gesamteinschätzung der Effektivität der 1999 und 2000 getroffenen geldpolitischen Beschlüsse vorzunehmen. Es lassen sich jedoch einige vorläufige Schlussfolgerungen ziehen.

Die Teuerungsrate nach dem HVPI blieb 1999 auf einem niedrigen Niveau. Die ausgeprägte Steigerung im Jahr 2000 ging größtenteils auf das Konto des vor allem durch die Wechselkurs- und Ölpreisentwicklung bedingten unerwarteten Anstiegs der Einfuhrpreise. Wie in Kapitel 3 erläutert, lassen sich solche kurzfristigen Preisschwankungen nicht vermeiden, da es eine gewisse Zeit dauert, bis die von der Geldpolitik ausgehenden Impulse auf die Wirtschaft durchschlagen, und Geldpolitik mittelfristig ausgerichtet sein muss. Daher war es für die Geldpolitik im Jahr 2000 entscheidend, ein Über-

Intervention an den Devisenmärkten

Die EZB-Schlüsselzinsen blieben Ende 2000 unverändert

Die EZB ergriff Maßnahmen, um den Risiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken

Kurzfristige Inflationsschwankungen konnten nicht vermieden werden

schwappen der kurzfristigen, ölpreisbedingten Veränderungen der Teuerungsrate auf die mittelfristigen Inflationserwartungen zu verhindern. Der EZB-Rat musste seine Entschlossenheit, für die Sicherstellung der mittelfristigen Preisstabilität einzutreten, deutlich zum Ausdruck bringen.

Aus der Entwicklung der langfristigen Zinssätze im Euroraum in den Jahren 1999 und 2000 ergab sich, dass die Finanzmärkte generell damit rechneten, dass die mittelfristige Preisentwicklung auch weiterhin im Einklang mit der Definition von Preisstabilität stehen würde. Insbesondere aus den Daten vom Anleihemarkt ging hervor, dass die vom EZB-Rat gefassten Beschlüsse als mit dem Preisstabilitätsziel vereinbar empfunden wurden. Die in den indexgebundenen französischen Staatsanleihen implizierten langfristigen Inflationserwartungen blieben in den Jahren 1999 und 2000 unter 2 %. Auch die in den ersten beiden Jahren der dritten Stufe vorliegenden Inflationsprognosen deuteten auf übereinstimmende Erwartungen einer Fortdauer der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet hin.

Dies sind positive Indizien dafür, dass die EZB in den ersten beiden Jahren, in denen sie die Geldpolitik durchführte, in der Lage war, ihre Glaubwürdigkeit zu stärken. Sie belegen, dass es der EZB trotz eines durch größere außenwirtschaftliche Schocks verursachten Preisauftriebs gelungen ist, die Öffentlichkeit und die Märkte von ihrem Bemühen, ihrer Verpflichtung zur Wahrung der mittelfristigen Preisstabilität nachzukommen, zu überzeugen.

Mittelfristige
Inflationserwartungen
von unter 2 %...

...sind ein Indiz für
die Glaubwürdigkeit
der EZB

ANHANG I

Auszüge aus dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft

Erster Teil

Grundsätze

Artikel 2 (ex-Artikel 2)

Aufgabe der Gemeinschaft ist es, durch die Errichtung eines Gemeinsamen Marktes und einer Wirtschafts- und Währungsunion sowie durch die Durchführung der in den Artikeln 3 und 4 genannten gemeinsamen Politiken und Maßnahmen in der ganzen Gemeinschaft eine harmonische, ausgewogene und nachhaltige Entwicklung des Wirtschaftslebens, ein hohes Beschäftigungsniveau und ein hohes Maß an sozialem Schutz, die Gleichstellung von Männern und Frauen, ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum, einen hohen Grad von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität, die Hebung der Lebenshaltung und der Lebensqualität, den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern.

Artikel 3 (ex-Artikel 3)

(1) Die Tätigkeit der Gemeinschaft im Sinne des Artikels 2 umfaßt nach Maßgabe dieses Vertrags und der darin vorgesehenen Zeitfolge:

- a) das Verbot von Zöllen und mengenmäßigen Beschränkungen bei der Ein- und Ausfuhr von Waren sowie aller sonstigen Maßnahmen gleicher Wirkung zwischen den Mitgliedstaaten;
- b) eine gemeinsame Handelspolitik;
- c) einen Binnenmarkt, der durch die Beseitigung der Hindernisse für den freien Waren-, Personen-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedstaaten gekennzeichnet ist;
- d) Maßnahmen hinsichtlich der Einreise und des Personenverkehrs nach Titel IV;
- e) eine gemeinsame Politik auf dem Gebiet der Landwirtschaft und der Fischerei;
- f) eine gemeinsame Politik auf dem Gebiet des Verkehrs;
- g) ein System, das den Wettbewerb innerhalb des Binnenmarkts vor Verfälschungen schützt;
- h) die Angleichung der innerstaatlichen Rechtsvorschriften, soweit dies für das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes erforderlich ist;

- i) die Förderung der Koordinierung der Beschäftigungspolitik der Mitgliedstaaten im Hinblick auf die Verstärkung ihrer Wirksamkeit durch die Entwicklung einer koordinierten Beschäftigungsstrategie;
 - j) eine Sozialpolitik mit einem Europäischen Sozialfonds;
 - k) die Stärkung des wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalts;
 - l) eine Politik auf dem Gebiet der Umwelt;
 - m) die Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit der Industrie der Gemeinschaft;
 - n) die Förderung der Forschung und technologischen Entwicklung;
 - o) die Förderung des Auf- und Ausbaus transeuropäischer Netze;
 - p) einen Beitrag zur Erreichung eines hohen Gesundheitsschutzniveaus;
 - q) einen Beitrag zu einer qualitativ hochstehenden allgemeinen und beruflichen Bildung sowie zur Entfaltung des Kulturlebens in den Mitgliedstaaten;
 - r) eine Politik auf dem Gebiet der Entwicklungszusammenarbeit;
 - s) die Assoziierung der überseeischen Länder und Hoheitsgebiete, um den Handelsverkehr zu steigern und die wirtschaftliche und soziale Entwicklung durch gemeinsame Bemühungen zu fördern;
 - t) einen Beitrag zur Verbesserung des Verbraucherschutzes;
 - u) Maßnahmen in den Bereichen Energie, Katastrophenschutz und Fremdenverkehr.
- (2) Bei allen in diesem Artikel genannten Tätigkeiten wirkt die Gemeinschaft darauf hin, Ungleichheiten zu beseitigen und die Gleichstellung von Männern und Frauen zu fördern.

Artikel 4 (ex-Artikel 3 a)

(1) Die Tätigkeit der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft im Sinne des Artikels 2 umfaßt nach Maßgabe dieses Vertrags und der darin vorgesehenen Zeitfolge die Einführung einer Wirtschaftspolitik, die auf einer engen Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten, dem Binnenmarkt und der Festlegung gemeinsamer Ziele beruht und dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb verpflichtet ist.

(2) Parallel dazu umfaßt diese Tätigkeit nach Maßgabe dieses Vertrags und der darin vorgesehenen Zeitfolge und Verfahren die unwiderrufliche Festlegung der Wechselkurse im Hinblick auf die Einführung einer einheitlichen Währung, der ECU, sowie die Festlegung und Durchführung einer einheitlichen Geld- sowie Wechselkurspolitik, die beide vorrangig das Ziel der Preisstabilität verfolgen und unbeschadet dieses Zieles die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unter Beachtung des Grundsatzes einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb unterstützen sollen.

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

Artikel 8 (ex-Artikel 4 a)

Nach den in diesem Vertrag vorgesehenen Verfahren werden ein Europäisches System der Zentralbanken (im folgenden als „ESZB“ bezeichnet) und eine Europäische Zentralbank (im folgenden als „EZB“ bezeichnet) geschaffen, die nach Maßgabe der Befugnisse handeln, die ihnen in diesem Vertrag und der beigefügten Satzung des ESZB und der EZB (im folgenden als „Satzung des ESZB“ bezeichnet) zugewiesen werden.

Dritter Teil

Die Politiken der Gemeinschaft

TITEL VII (ex-Titel VI)

Die Wirtschafts- und Währungspolitik

Kapitel I

Die Wirtschaftspolitik

Artikel 98 (ex-Artikel 102 a)

Die Mitgliedstaaten richten ihre Wirtschaftspolitik so aus, daß sie im Rahmen der in Artikel 99 Absatz 2 genannten Grundzüge zur Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft im Sinne des Artikels 2 beitragen. Die Mitgliedstaaten und die Gemeinschaft handeln im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und halten sich dabei an die in Artikel 4 genannten Grundsätze.

Artikel 99 (ex-Artikel 103)

(1) Die Mitgliedstaaten betrachten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse und koordinieren sie im Rat nach Maßgabe des Artikels 98.

(2) Der Rat erstellt mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der Kommission einen Entwurf für die Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft und erstattet dem Europäischen Rat hierüber Bericht.

Der Europäische Rat erörtert auf der Grundlage dieses Berichtes des Rates eine Schlußfolgerung zu den Grundzügen der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft.

Auf der Grundlage dieser Schlußfolgerung verabschiedet der Rat mit qualifizierter Mehrheit eine Empfehlung, in der diese Grundzüge dargelegt werden. Der Rat unterrichtet das Europäische Parlament über seine Empfehlung.

(3) Um eine engere Koordinierung der Wirtschaftspolitik und eine dauerhafte Konvergenz der Wirtschaftsleistungen der Mitgliedstaaten zu gewährleisten, überwacht der Rat anhand von Berichten der Kommission die wirtschaftliche Entwicklung in jedem Mitgliedstaat und in der Gemeinschaft sowie die Vereinbarkeit der Wirtschaftspolitik mit den in Absatz 2 genannten Grundzügen und nimmt in regelmäßigen Abständen eine Gesamtbewertung vor.

Zum Zwecke dieser multilateralen Überwachung übermitteln die Mitgliedstaaten der Kommission Angaben zu wichtigen einzelstaatlichen Maßnahmen auf dem Gebiet ihrer Wirtschaftspolitik sowie weitere von ihnen für erforderlich erachtete Angaben.

(4) Wird im Rahmen des Verfahrens nach Absatz 3 festgestellt, daß die Wirtschaftspolitik eines Mitgliedstaats nicht mit den in Absatz 2 genannten Grundzügen vereinbar ist oder das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion zu gefährden droht, so kann der Rat mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der Kommission die erforderlichen Empfehlungen an den betreffenden Mitgliedstaat richten. Der Rat kann mit qualifizierter Mehrheit auf Vorschlag der Kommission beschließen, seine Empfehlungen zu veröffentlichen.

Der Präsident des Rates und die Kommission erstatten dem Europäischen Parlament über die Ergebnisse der multilateralen Überwachung Bericht. Der Präsident des Rates kann ersucht werden, vor dem zuständigen Ausschuß des Europäischen Parlaments zu erscheinen, wenn der Rat seine Empfehlungen veröffentlicht hat.

(5) Der Rat kann nach dem Verfahren des Artikels 252 die Einzelheiten des Verfahrens der multilateralen Überwachung im Sinne der Absätze 3 und 4 festlegen.

Artikel 100 (ex-Artikel 103 a)

(1) Der Rat kann auf Vorschlag der Kommission unbeschadet der sonstigen in diesem Vertrag vorgesehenen Verfahren einstimmig über die der Wirtschaftslage angemessenen Maßnahmen entscheiden, insbesondere falls gravierende Schwierigkeiten in der Versorgung mit bestimmten Waren auftreten.

(2) Ist ein Mitgliedstaat aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die sich seiner Kontrolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat einstimmig auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand der Gemeinschaft zu gewähren. Sind die gravierenden Schwierigkeiten auf Naturkatastrophen zurückzuführen, so beschließt der Rat mit qualifizierter Mehrheit.

Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament über den Beschluß.

Artikel 101 (ex-Artikel 104)

(1) Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im folgenden als „nationale Zentralbanken“ bezeichnet) für Organe oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken.

(2) Die Bestimmungen des Absatzes 1 gelten nicht für Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum; diese werden von der jeweiligen nationalen Zentralbank und der EZB, was die Bereitstellung von Zentralbankgeld betrifft, wie private Kreditinstitute behandelt.

Artikel 102 (ex-Artikel 104 a)

(1) Maßnahmen, die nicht aus aufsichtsrechtlichen Gründen getroffen werden und einen bevorrechtigten Zugang der Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft, der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen der Mitgliedstaaten zu den Finanzinstituten schaffen, sind verboten.

(2) Der Rat legt vor dem 1. Januar 1994 nach dem Verfahren des Artikels 252 die Begriffsbestimmungen für die Anwendung des in Absatz 1 vorgesehenen Verbots fest.

Artikel 103 (ex-Artikel 104 b)

(1) Die Gemeinschaft haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.

(2) Der Rat kann erforderlichenfalls nach dem Verfahren des Artikels 252 Definitionen für die Anwendung der in Artikel 101 und in diesem Artikel vorgesehenen Verbote näher bestimmen.

Artikel 104 (ex-Artikel 104 c)

- (1) Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite.
- (2) Die Kommission überwacht die Entwicklung der Haushaltslage und der Höhe des öffentlichen Schuldenstands in den Mitgliedstaaten im Hinblick auf die Feststellung schwerwiegender Fehler. Insbesondere prüft sie die Einhaltung der Haushaltsdisziplin anhand von zwei Kriterien, nämlich daran,
 - a) ob das Verhältnis des geplanten oder tatsächlichen öffentlichen Defizits zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, daß
 - entweder das Verhältnis erheblich und laufend zurückgegangen ist und einen Wert in der Nähe des Referenzwerts erreicht hat
 - oder der Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend überschritten wird und das Verhältnis in der Nähe des Referenzwerts bleibt,
 - b) ob das Verhältnis des öffentlichen Schuldenstands zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, daß das Verhältnis hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert.

Die Referenzwerte werden in einem diesem Vertrag beigefügten Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit im einzelnen festgelegt.

- (3) Erfüllt ein Mitgliedstaat keines oder nur eines dieser Kriterien, so erstellt die Kommission einen Bericht. In diesem Bericht wird berücksichtigt, ob das öffentliche Defizit die öffentlichen Ausgaben für Investitionen übertrifft; berücksichtigt werden ferner alle sonstigen einschlägigen Faktoren, einschließlich der mittelfristigen Wirtschafts- und Haushaltslage des Mitgliedstaats.

Die Kommission kann ferner einen Bericht erstellen, wenn sie ungeachtet der Erfüllung der Kriterien der Auffassung ist, daß in einem Mitgliedstaat die Gefahr eines übermäßigen Defizits besteht.

- (4) Der Ausschuß nach Artikel 114 gibt eine Stellungnahme zu dem Bericht der Kommission ab.
- (5) Ist die Kommission der Auffassung, daß in einem Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht oder sich ergeben könnte, so legt sie dem Rat eine Stellungnahme vor.
- (6) Der Rat entscheidet mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der Kommission und unter Berücksichtigung der Bemerkungen, die der betreffende Mitgliedstaat gegebenenfalls abzugeben wünscht, nach Prüfung der Gesamtlage, ob ein übermäßiges Defizit besteht.
- (7) Wird nach Absatz 6 ein übermäßiges Defizit festgestellt, so richtet der Rat an den betreffenden Mitgliedstaat Empfehlungen mit dem Ziel, dieser Lage innerhalb einer bestimmten Frist abzuwenden. Vorbehaltlich des Absatzes 8 werden diese Empfehlungen nicht veröffentlicht.

(8) Stellt der Rat fest, daß seine Empfehlungen innerhalb der gesetzten Frist keine wirksamen Maßnahmen ausgelöst haben, so kann er seine Empfehlungen veröffentlichen.

(9) Falls ein Mitgliedstaat den Empfehlungen des Rates weiterhin nicht Folge leistet, kann der Rat beschließen, den Mitgliedstaat mit der Maßgabe in Verzug zu setzen, innerhalb einer bestimmten Frist Maßnahmen für den nach Auffassung des Rates zur Sanierung erforderlichen Defizitabbau zu treffen.

Der Rat kann in diesem Fall den betreffenden Mitgliedstaat ersuchen, nach einem konkreten Zeitplan Berichte vorzulegen, um die Anpassungsbemühungen des Mitgliedstaats überprüfen zu können.

(10) Das Recht auf Klageerhebung nach den Artikeln 226 und 227 kann im Rahmen der Absätze 1 bis 9 dieses Artikels nicht ausgeübt werden.

(11) Solange ein Mitgliedstaat einen Beschluß nach Absatz 9 nicht befolgt, kann der Rat beschließen, eine oder mehrere der nachstehenden Maßnahmen anzuwenden oder gegebenenfalls zu verschärfen, nämlich

- von dem betreffenden Mitgliedstaat verlangen, vor der Emission von Schuldverschreibungen und sonstigen Wertpapieren vom Rat näher zu bezeichnende zusätzliche Angaben zu veröffentlichen,
- die Europäische Investitionsbank ersuchen, ihre Darlehenspolitik gegenüber dem Mitgliedstaat zu überprüfen,
- von dem Mitgliedstaat verlangen, eine unverzinsliche Einlage in angemessener Höhe bei der Gemeinschaft zu hinterlegen, bis das übermäßige Defizit nach Ansicht des Rates korrigiert worden ist,
- Geldbußen in angemessener Höhe verhängen.

Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament von den Beschlüssen.

(12) Der Rat hebt einige oder sämtliche Entscheidungen nach den Absätzen 6 bis 9 und 11 so weit auf, wie das übermäßige Defizit in dem betreffenden Mitgliedstaat nach Ansicht des Rates korrigiert worden ist. Hat der Rat zuvor Empfehlungen veröffentlicht, so stellt er, sobald die Entscheidung nach Absatz 8 aufgehoben worden ist, in einer öffentlichen Erklärung fest, daß in dem betreffenden Mitgliedstaat kein übermäßiges Defizit mehr besteht.

(13) Die Beschlußfassung des Rates nach den Absätzen 7 bis 9 sowie 11 und 12 erfolgt auf Empfehlung der Kommission mit einer Mehrheit von zwei Dritteln der gemäß Artikel 205 Absatz 2 gewogenen Stimmen der Mitgliedstaaten mit Ausnahme der Stimmen des Vertreters des betroffenen Mitgliedstaats.

(14) Weitere Bestimmungen über die Durchführung des in diesem Artikel beschriebenen Verfahrens sind in dem diesem Vertrag beigefügten Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit enthalten.

Der Rat verabschiedet einstimmig auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments sowie der EZB die geeigneten Bestimmungen, die sodann das genannte Protokoll ablösen.

Der Rat beschließt vorbehaltlich der sonstigen Bestimmungen dieses Absatzes vor dem 1. Januar 1994 mit qualifizierter Mehrheit auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments nähere Einzelheiten und Begriffsbestimmungen für die Durchführung des genannten Protokolls.

Kapitel 2

Die Währungspolitik

Artikel 105 (ex-Artikel 105)

(1) Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen. Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Artikel 4 genannten Grundsätze.

(2) Die grundlegenden Aufgaben des ESZB bestehen darin,

- die Geldpolitik der Gemeinschaft festzulegen und auszuführen,
- Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel III durchzuführen,
- die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten,
- das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.

(3) Absatz 2 dritter Gedankenstrich berührt nicht die Haltung und Verwaltung von Arbeitsguthaben in Fremdwährungen durch die Regierungen der Mitgliedstaaten.

(4) Die EZB wird gehört

- zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft im Zuständigkeitsbereich der EZB,
- von den nationalen Behörden zu allen Entwürfen für Rechtsvorschriften im Zuständigkeitsbereich der EZB, und zwar innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen, die der Rat nach dem Verfahren des Artikels 107 Absatz 6 festlegt.

Die EZB kann gegenüber den zuständigen Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft und gegenüber den nationalen Behörden Stellungnahmen zu in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Fragen abgeben.

(5) Das ESZB trägt zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei.

(6) Der Rat kann durch einstimmigen Beschluß auf Vorschlag der Kommission nach Anhörung der EZB und nach Zustimmung des Europäischen Parlaments der EZB besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute und sonstige Finanzinstitute mit Ausnahme von Versicherungsunternehmen übertragen.

Artikel 106 (ex-Artikel 105 a)

(1) Die EZB hat das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Banknoten innerhalb der Gemeinschaft zu genehmigen. Die EZB und die nationalen Zentralbanken sind zur Ausgabe von Banknoten berechtigt. Die von der EZB und den nationalen Zentralbanken ausgegebenen Banknoten sind die einzigen Banknoten, die in der Gemeinschaft als gesetzliches Zahlungsmittel gelten.

(2) Die Mitgliedstaaten haben das Recht zur Ausgabe von Münzen, wobei der Umfang dieser Ausgabe der Genehmigung durch die EZB bedarf. Der Rat kann nach dem Verfahren des Artikels 252 und nach Anhörung der EZB Maßnahmen erlassen, um die Stückelung und die technischen Merkmale aller für den Umlauf bestimmten Münzen so weit zu harmonisieren, wie dies für deren reibungslosen Umlauf innerhalb der Gemeinschaft erforderlich ist.

Artikel 107 (ex-Artikel 106)

(1) Das ESZB besteht aus der EZB und den nationalen Zentralbanken.

(2) Die EZB besitzt Rechtspersönlichkeit.

(3) Das ESZB wird von den Beschlußorganen der EZB, nämlich dem EZB-Rat und dem Direktorium, geleitet.

(4) Die Satzung des ESZB ist in einem diesem Vertrag beigefügten Protokoll festgelegt.

(5) Der Rat kann die Artikel 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1. a und 36 der Satzung des ESZB entweder mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der EZB nach Anhörung der Kommission oder einstimmig auf Vorschlag der Kommission nach Anhörung der EZB ändern. Die Zustimmung des Europäischen Parlaments ist dabei jeweils erforderlich.

(6) Der Rat erläßt mit qualifizierter Mehrheit entweder auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der EZB oder auf Empfehlung der EZB und nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der Kommission die in den Artikeln 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 und 34.3 der Satzung des ESZB genannten Bestimmungen.

Artikel 108 (ex-Artikel 107)

Bei der Wahrnehmung der ihnen durch diesen Vertrag und die Satzung des ESZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlußorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. 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.

Artikel 109 (ex-Artikel 108)

Jeder Mitgliedstaat stellt sicher, daß spätestens zum Zeitpunkt der Errichtung des ESZB seine innerstaatlichen Rechtsvorschriften einschließlich der Satzung seiner Zentralbank mit diesem Vertrag sowie mit der Satzung des ESZB im Einklang stehen.

Artikel 110 (ex-Artikel 108 a)

(1) Zur Erfüllung der dem ESZB übertragenen Aufgaben werden von der EZB gemäß diesem Vertrag und unter den in der Satzung des ESZB vorgesehenen Bedingungen

- Verordnungen erlassen, insoweit dies für die Erfüllung der in Artikel 3.1 erster Gedankenstrich, Artikel 19.1, Artikel 22 oder Artikel 25.2 der Satzung des ESZB festgelegten Aufgaben erforderlich ist; sie erläßt Verordnungen ferner in den Fällen, die in den Rechtsakten des Rates nach Artikel 107 Absatz 6 vorgesehen werden,
- Entscheidungen erlassen, die zur Erfüllung der dem ESZB nach diesem Vertrag und der Satzung des ESZB übertragenen Aufgaben erforderlich sind,
- Empfehlungen und Stellungnahmen abgeben.

(2) Die Verordnung hat allgemeine Geltung. Sie ist in allen ihren Teilen verbindlich und gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat.

Die Empfehlungen und Stellungnahmen sind nicht verbindlich.

Die Entscheidung ist in allen ihren Teilen für diejenigen verbindlich, an die sie gerichtet ist.

Die Artikel 253, 254 und 256 des Vertrags gelten für die Verordnungen und Entscheidungen der EZB.

Die EZB kann die Veröffentlichung ihrer Entscheidungen, Empfehlungen und Stellungnahmen beschließen.

(3) Innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen, die der Rat nach dem Verfahren des Artikels 107 Absatz 6 festlegt, ist die EZB befugt, Unternehmen bei Nichteinhaltung der Verpflichtungen, die sich aus ihren Verord-

nungen und Entscheidungen ergeben, mit Geldbußen oder in regelmäßigen Abständen zu zahlenden Zwangsgeldern zu belegen.

Artikel 111 (ex-Artikel 109)

(1) Abweichend von Artikel 300 kann der Rat einstimmig auf Empfehlung der EZB oder der Kommission und nach Anhörung der EZB in dem Bemühen, zu einem mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang stehenden Konsens zu gelangen, nach Anhörung des Europäischen Parlaments gemäß den in Absatz 3 für die Festlegung von Modalitäten vorgesehenen Verfahren förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkursystem für die ECU gegenüber Drittländwährungen treffen. Der Rat kann mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der EZB oder der Kommission und nach Anhörung der EZB in dem Bemühen, zu einem mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang stehenden Konsens zu gelangen, die ECU-Leitkurse innerhalb des Wechselkursystems festlegen, ändern oder aufgeben. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament von der Festlegung, Änderung oder Aufgabe der ECU-Leitkurse.

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

(3) Wenn von der Gemeinschaft mit einem oder mehreren Staaten oder internationalen Organisationen Vereinbarungen im Zusammenhang mit Währungsfragen oder Devisenregelungen auszuhandeln sind, beschließt der Rat abweichend von Artikel 300 mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der Kommission und nach Anhörung der EZB die Modalitäten für die Aushandlung und den Abschluß solcher Vereinbarungen. Mit diesen Modalitäten wird gewährleistet, daß die Gemeinschaft einen einheitlichen Standpunkt vertritt. Die Kommission wird an den Verhandlungen in vollem Umfang beteiligt.

Die nach diesem Absatz getroffenen Vereinbarungen sind für die Organe der Gemeinschaft, die EZB und die Mitgliedstaaten verbindlich.

(4) Vorbehaltlich des Absatzes 1 befindet der Rat auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung der EZB mit qualifizierter Mehrheit über den Standpunkt der Gemeinschaft auf internationaler Ebene zu Fragen, die von besonderer Bedeutung für die Wirtschafts- und Währungsunion sind, sowie einstimmig über ihre Vertretung unter Einhaltung der in den Artikeln 99 und 105 vorgesehenen Zuständigkeitsverteilung.

(5) Die Mitgliedstaaten haben das Recht, unbeschadet der Gemeinschaftszuständigkeit und der Gemeinschaftsvereinbarungen über die Wirtschafts- und Währungsunion in internationalen Gremien Verhandlungen zu führen und internationale Vereinbarungen zu treffen.

Kapitel 3

Institutionelle Bestimmungen

Artikel 112 (ex-Artikel 109 a)

(1) Der EZB-Rat besteht aus den Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken.

(2) a) Das Direktorium besteht aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und vier weiteren Mitgliedern.

b) 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- oder Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten einvernehmlich ausgewählt und ernannt.

Ihre Amtszeit beträgt acht Jahre; Wiederernennung ist nicht zulässig.

Nur Staatsangehörige der Mitgliedstaaten können Mitglieder des Direktoriums werden.

Artikel 113 (ex-Artikel 109 b)

(1) Der Präsident des Rates und ein Mitglied der Kommission können ohne Stimmrecht an den Sitzungen des EZB-Rates teilnehmen.

Der Präsident des Rates kann dem EZB-Rat einen Antrag zur Beratung vorlegen.

(2) Der Präsident der EZB wird zur Teilnahme an den Tagungen des Rates eingeladen, wenn dieser Fragen im Zusammenhang mit den Zielen und Aufgaben des ESZB erörtert.

(3) Die EZB unterbreitet dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission sowie auch dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die Tätigkeit des ESZB und die Geld- und Währungspolitik im vergangenen und im laufenden Jahr. Der Präsident der EZB legt den Bericht dem Rat und dem Europäischen Parlament vor, das auf dieser Grundlage eine allgemeine Aussprache durchführen kann.

Der Präsident der EZB und die anderen Mitglieder des Direktoriums können auf Ersuchen des Europäischen Parlaments oder auf ihre Initiative hin von den zuständigen Ausschüssen des Europäischen Parlaments gehört werden.

Artikel 114 (ex-Artikel 109 c)

(1) Um die Koordinierung der Politiken der Mitgliedstaaten in dem für das Funktionieren des Binnenmarkts erforderlichen Umfang zu fördern, wird ein Beratender Währungsausschuß eingesetzt.

Dieser hat die Aufgabe,

– die Währungs- und Finanzlage der Mitgliedstaaten und der Gemein-

schaft sowie den allgemeinen Zahlungsverkehr der Mitgliedstaaten zu beobachten und dem Rat und der Kommission regelmäßig darüber Bericht zu erstatten;

- auf Ersuchen des Rates oder der Kommission oder von sich aus Stellungnahmen an diese Organe abzugeben;
- unbeschadet des Artikels 207 an der Vorbereitung der in Artikel 59, Artikel 60, Artikel 99 Absätze 2, 3, 4 und 5, Artikel 100, Artikel 102, Artikel 103, Artikel 104, Artikel 116 Absatz 2, Artikel 117 Absatz 6, Artikel 119, Artikel 120, Artikel 121 Absatz 2 sowie Artikel 122 Absatz 1 genannten Arbeiten des Rates mitzuwirken;
- mindestens einmal jährlich die Lage hinsichtlich des Kapitalverkehrs und der Freiheit des Zahlungsverkehrs, wie sie sich aus der Anwendung dieses Vertrags und der Maßnahmen des Rates ergeben, zu prüfen; die Prüfung erstreckt sich auf alle Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Kapital- und Zahlungsverkehr; der Ausschuß erstattet der Kommission und dem Rat Bericht über das Ergebnis dieser Prüfung.

Jeder Mitgliedstaat sowie die Kommission ernennen zwei Mitglieder des Währungsausschusses.

(2) Mit Beginn der dritten Stufe wird ein Wirtschafts- und Finanzausschuß eingesetzt. Der in Absatz 1 vorgesehene Währungsausschuß wird aufgelöst.

Der Wirtschafts- und Finanzausschuß hat die Aufgabe,

- auf Ersuchen des Rates oder der Kommission oder von sich aus Stellungnahmen an diese Organe abzugeben;
- die Wirtschafts- und Finanzlage der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft zu beobachten und dem Rat und der Kommission regelmäßig darüber Bericht zu erstatten, insbesondere über die finanziellen Beziehungen zu dritten Ländern und internationalen Einrichtungen;
- unbeschadet des Artikels 207 an der Vorbereitung der in Artikel 59, Artikel 60, Artikel 99 Absätze 2, 3, 4 und 5, Artikel 100, Artikel 102, Artikel 103, Artikel 104, Artikel 105 Absatz 6, Artikel 106 Absatz 2, Artikel 107 Absätze 5 und 6, Artikel 111, Artikel 119, Artikel 120 Absätze 2 und 3, Artikel 122 Absatz 2, Artikel 123 Absätze 4 und 5 genannten Arbeiten des Rates mitzuwirken und die sonstigen ihm vom Rat übertragenen Beratungsaufgaben und vorbereitenden Arbeiten auszuführen;
- mindestens einmal jährlich die Lage hinsichtlich des Kapitalverkehrs und der Freiheit des Zahlungsverkehrs, wie sie sich aus der Anwendung dieses Vertrags und der Maßnahmen des Rates ergeben, zu prüfen; die Prüfung erstreckt sich auf alle Maßnahmen im Zusammenhang mit dem Kapital- und Zahlungsverkehr; der Ausschuß erstattet der Kommission und dem Rat Bericht über das Ergebnis dieser Prüfung.

Jeder Mitgliedstaat sowie die Kommission und die EZB ernennen jeweils höchstens zwei Mitglieder des Ausschusses.

(3) Der Rat legt mit qualifizierter Mehrheit auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung der EZB und des in diesem Artikel genannten Ausschusses im einzelnen fest, wie sich der Wirtschafts- und Finanzausschuß zusammensetzt. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament über diesen Beschluß.

(4) Sofern und solange es Mitgliedstaaten gibt, für die eine Ausnahmeregelung nach den Artikeln 122 und 123 gilt, hat der Ausschuß zusätzlich zu den in Absatz 2 beschriebenen Aufgaben die Währungs- und Finanzlage sowie den allgemeinen Zahlungsverkehr der betreffenden Mitgliedstaaten zu beobachten und dem Rat und der Kommission regelmäßig darüber Bericht zu erstatten.

Artikel 115 (ex-Artikel 109 d)

Bei Fragen, die in den Geltungsbereich von Artikel 99 Absatz 4, Artikel 104 mit Ausnahme von Absatz 14, Artikel 111, Artikel 121, Artikel 122 und Artikel 123 Absätze 4 und 5 fallen, kann der Rat oder ein Mitgliedstaat die Kommission ersuchen, je nach Zweckmäßigkeit eine Empfehlung oder einen Vorschlag zu unterbreiten. Die Kommission prüft dieses Ersuchen und unterbreitet dem Rat umgehend ihre Schlussfolgerungen.

Kapitel 4

Übergangsbestimmungen

Artikel 119 (ex-Artikel 109 h)

(1) Ist ein Mitgliedstaat hinsichtlich seiner Zahlungsbilanz von Schwierigkeiten betroffen oder ernstlich bedroht, die sich entweder aus einem Ungleichgewicht seiner Gesamtzahlungsbilanz oder aus der Art der ihm zur Verfügung stehenden Devisen ergeben, und sind diese Schwierigkeiten geeignet, insbesondere das Funktionieren des Gemeinsamen Marktes oder die schrittweise Verwirklichung der gemeinsamen Handelspolitik zu gefährden, so prüft die Kommission unverzüglich die Lage dieses Staates sowie die Maßnahmen, die er getroffen hat oder unter Einsatz aller ihm zur Verfügung stehenden Mittel nach diesem Vertrag treffen kann. Die Kommission gibt die Maßnahmen an, die sie dem betreffenden Staat empfiehlt.

Erweisen sich die von einem Mitgliedstaat ergriffenen und die von der Kommission angeregten Maßnahmen als unzureichend, die aufgetretenen oder drohenden Schwierigkeiten zu beheben, so empfiehlt die Kommission dem Rat nach Anhörung des in Artikel 114 bezeichneten Ausschusses einen gegenseitigen Beistand und die dafür geeigneten Methoden.

Die Kommission unterrichtet den Rat regelmäßig über die Lage und ihre Entwicklung.

(2) Der Rat gewährt den gegenseitigen Beistand mit qualifizierter Mehrheit; er erläßt Richtlinien oder Entscheidungen, welche die Bedingungen und Einzelheiten hierfür festlegen. Der gegenseitige Beistand kann insbesondere erfolgen

- a) durch ein abgestimmtes Vorgehen bei anderen internationalen Organisationen, an die sich die Mitgliedstaaten wenden können;
- b) durch Maßnahmen, die notwendig sind, um Verlagerungen von Handelsströmen zu vermeiden, falls der in Schwierigkeiten befindliche Staat mengenmäßige Beschränkungen gegenüber dritten Ländern beibehält oder wieder einführt;
- c) durch Bereitstellung von Krediten in begrenzter Höhe seitens anderer Mitgliedstaaten; hierzu ist ihr Einverständnis erforderlich.

(3) Stimmt der Rat dem von der Kommission empfohlenen gegenseitigen Beistand nicht zu oder sind der gewährte Beistand und die getroffenen Maßnahmen unzureichend, so ermächtigt die Kommission den in Schwierigkeiten befindlichen Staat, Schutzmaßnahmen zu treffen, deren Bedingungen und Einzelheiten sie festlegt.

Der Rat kann mit qualifizierter Mehrheit diese Ermächtigung aufheben und die Bedingungen und Einzelheiten ändern.

(4) Unbeschadet des Artikels 122 Absatz 6 endet die Geltungsdauer dieses Artikels zum Zeitpunkt des Beginns der dritten Stufe.

Artikel 120 (ex-Artikel 109 i)

(1) Gerät ein Mitgliedstaat in eine plötzliche Zahlungsbilanzkrise und wird eine Entscheidung im Sinne des Artikels 119 Absatz 2 nicht unverzüglich getroffen, so kann der betreffende Staat vorsorglich die erforderlichen Schutzmaßnahmen ergreifen. Sie dürfen nur ein Mindestmaß an Störungen im Funktionieren des Gemeinsamen Marktes hervorrufen und nicht über das zur Behebung der plötzlich aufgetretenen Schwierigkeiten unbedingt erforderliche Ausmaß hinausgehen.

(2) Die Kommission und die anderen Mitgliedstaaten werden über die Schutzmaßnahmen spätestens bei deren Inkrafttreten unterrichtet. Die Kommission kann dem Rat den gegenseitigen Beistand nach Artikel 119 empfehlen.

(3) Nach Stellungnahme der Kommission und nach Anhörung des in Artikel 114 bezeichneten Ausschusses kann der Rat mit qualifizierter Mehrheit entscheiden, daß der betreffende Staat diese Schutzmaßnahmen zu ändern, auszusetzen oder aufzuheben hat.

(4) Unbeschadet des Artikels 122 Absatz 6 endet die Geltungsdauer dieses Artikels zum Zeitpunkt des Beginns der dritten Stufe.

Artikel 121 (ex-Artikel 109 j)

(1) Die Kommission und das EWI berichten dem Rat, inwieweit die Mitgliedstaaten bei der Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion

ihren Verpflichtungen bereits nachgekommen sind. In ihren Berichten wird auch die Frage geprüft, inwieweit die innerstaatlichen Rechtsvorschriften der einzelnen Mitgliedstaaten einschließlich der Satzung der jeweiligen nationalen Zentralbank mit Artikel 108 und Artikel 109 dieses Vertrags sowie der Satzung des ESZB vereinbar sind. Ferner wird darin geprüft, ob ein hoher Grad an dauerhafter Konvergenz erreicht ist; Maßstab hierfür ist, ob die einzelnen Mitgliedstaaten folgende Kriterien erfüllen:

- Erreichung eines hohen Grades an Preisstabilität, ersichtlich aus einer Inflationsrate, die der Inflationsrate jener - höchstens drei - Mitgliedstaaten nahekommt, die auf dem Gebiet der Preisstabilität das beste Ergebnis erzielt haben;
- eine auf Dauer tragbare Finanzlage der öffentlichen Hand, ersichtlich aus einer öffentlichen Haushaltslage ohne übermäßiges Defizit im Sinne des Artikels 104 Absatz 6;
- Einhaltung der normalen Bandbreiten des Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems seit mindestens zwei Jahren ohne Abwertung gegenüber der Währung eines anderen Mitgliedstaats;
- Dauerhaftigkeit der von dem Mitgliedstaat erreichten Konvergenz und seiner Teilnahme am Wechselkursmechanismus des Europäischen Währungssystems, die im Niveau der langfristigen Zinssätze zum Ausdruck kommt.

Die vier Kriterien in diesem Absatz sowie die jeweils erforderliche Dauer ihrer Einhaltung sind in einem diesem Vertrag beigefügten Protokoll näher festgelegt. Die Berichte der Kommission und des EWI berücksichtigen auch die Entwicklung der ECU, die Ergebnisse bei der Integration der Märkte, den Stand und die Entwicklung der Leistungsbilanzen, die Entwicklung bei den Lohnstückkosten und andere Preisindizes.

(2) Der Rat beurteilt auf der Grundlage dieser Berichte auf Empfehlung der Kommission mit qualifizierter Mehrheit,

- ob die einzelnen Mitgliedstaaten die notwendigen Voraussetzungen für die Einführung einer einheitlichen Währung erfüllen,
- ob eine Mehrheit der Mitgliedstaaten die notwendigen Voraussetzungen für die Einführung einer einheitlichen Währung erfüllt,

und empfiehlt seine Feststellungen dem Rat, der in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs tagt. Das Europäische Parlament wird angehört und leitet seine Stellungnahme dem Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs zu.

(3) Unter gebührender Berücksichtigung der Berichte nach Absatz 1 sowie der Stellungnahme des Europäischen Parlaments nach Absatz 2 verfährt der Rat, der in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs tagt, spätestens am 31. Dezember 1996 mit qualifizierter Mehrheit wie folgt:

- er entscheidet auf der Grundlage der in Absatz 2 genannten Empfehlungen des Rates, ob eine Mehrheit der Mitgliedstaaten die notwen-

digen Voraussetzungen für die Einführung einer einheitlichen Währung erfüllt;

- er entscheidet, ob es für die Gemeinschaft zweckmäßig ist, in die dritte Stufe einzutreten;

sofern dies der Fall ist,

- bestimmt er den Zeitpunkt für den Beginn der dritten Stufe.

(4) Ist bis Ende 1997 der Zeitpunkt für den Beginn der dritten Stufe nicht festgelegt worden, so beginnt die dritte Stufe am 1. Januar 1999. Vor dem 1. Juli 1998 bestätigt der Rat, der in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs tagt, nach einer Wiederholung des in den Absätzen 1 und 2 - mit Ausnahme von Absatz 2 zweiter Gedankenstrich - vorgesehenen Verfahrens unter Berücksichtigung der Berichte nach Absatz 1 sowie der Stellungnahme des Europäischen Parlaments mit qualifizierter Mehrheit auf der Grundlage der Empfehlungen des Rates nach Absatz 2, welche Mitgliedstaaten die notwendigen Voraussetzungen für die Einführung einer einheitlichen Währung erfüllen.

Artikel 122 (ex-Artikel 109 k)

(1) Falls der Zeitpunkt nach Artikel 121 Absatz 3 bestimmt wurde, entscheidet der Rat auf der Grundlage der in Artikel 121 Absatz 2 genannten Empfehlungen mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der Kommission, ob - und gegebenenfalls welchen - Mitgliedstaaten eine Ausnahmeregelung im Sinne des Absatzes 3 gewährt wird. Die betreffenden Mitgliedstaaten werden in diesem Vertrag als „Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt“ bezeichnet.

Falls der Rat nach Artikel 121 Absatz 4 bestätigt hat, welche Mitgliedstaaten die notwendigen Voraussetzungen für die Einführung einer einheitlichen Währung erfüllen, wird den Mitgliedstaaten, die die Voraussetzungen nicht erfüllen, eine Ausnahmeregelung im Sinne des Absatzes 3 gewährt. Die betreffenden Mitgliedstaaten werden in diesem Vertrag ebenfalls als „Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt“ bezeichnet.

(2) Mindestens einmal alle zwei Jahre bzw. auf Antrag eines Mitgliedstaats, für den eine Ausnahmeregelung gilt, berichten die Kommission und die EZB dem Rat nach dem Verfahren des Artikels 121 Absatz 1. Der Rat entscheidet nach Anhörung des Europäischen Parlaments und nach Aussprache im Rat, der in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs tagt, auf Vorschlag der Kommission mit qualifizierter Mehrheit, welche der Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, die auf den Kriterien des Artikels 121 Absatz 1 beruhenden Voraussetzungen erfüllen, und hebt die Ausnahmeregelungen der betreffenden Mitgliedstaaten auf.

(3) Eine Ausnahmeregelung nach Absatz 1 hat zur Folge, daß die nachstehenden Artikel für den betreffenden Mitgliedstaat nicht gelten: Artikel 104 Absätze 9 und 11, Artikel 105 Absätze 1, 2, 3 und 5, Artikel 106, Artikel 110, Artikel 111 sowie Artikel 112 Absatz 2 Buchstabe b. Der Ausschluß des betreffenden Mitgliedstaats und seiner Zentralbank von den Rechten und

Verpflichtungen im Rahmen des ESZB wird in Kapitel IX der Satzung des ESZB geregelt.

(4) In Artikel 105 Absätze 1, 2 und 3, Artikel 106, Artikel 110, Artikel 111 sowie Artikel 112 Absatz 2 Buchstabe b bezeichnet der Ausdruck „Mitgliedstaaten“ die Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt.

(5) Das Stimmrecht der Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, ruht bei Beschlüssen des Rates gemäß den in Absatz 3 genannten Artikeln. In diesem Fall gelten abweichend von Artikel 205 und Artikel 250 Absatz 1 zwei Drittel der gemäß Artikel 205 Absatz 2 gewogenen Stimmen der Vertreter der Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt, als qualifizierte Mehrheit; ist für die Änderung eines Rechtsakts Einstimmigkeit vorgeschrieben, so ist die Einstimmigkeit dieser Mitgliedstaaten erforderlich.

(6) Artikel 119 und Artikel 120 finden weiterhin auf Mitgliedstaaten Anwendung, für die eine Ausnahmeregelung gilt.

Artikel 123 (ex-Artikel 109 I)

(1) Unmittelbar nach dem gemäß Artikel 121 Absatz 3 gefaßten Beschluß über den Zeitpunkt für den Beginn der dritten Stufe bzw. unmittelbar nach dem 1. Juli 1998

- verabschiedet der Rat die in Artikel 107 Absatz 6 genannten Bestimmungen;
- ernennen die Regierungen der Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt, nach dem Verfahren des Artikels 50 der Satzung des ESZB den Präsidenten, den Vizepräsidenten und die weiteren Mitglieder des Direktoriums der EZB. Bestehen für Mitgliedstaaten Ausnahmeregelungen, so kann sich das Direktorium aus weniger Mitgliedern als in Artikel 11.1 der Satzung des ESZB vorgesehen zusammensetzen; auf keinen Fall darf es jedoch aus weniger als 4 Mitgliedern bestehen.

Unmittelbar nach Ernennung des Direktoriums werden das ESZB und die EZB errichtet und von diesen Vorkehrungen für die Aufnahme ihrer vollen Tätigkeit im Sinne dieses Vertrags und der Satzung des ESZB getroffen. Sie nehmen ihre Befugnisse ab dem ersten Tag der dritten Stufe in vollem Umfang wahr.

(2) Unmittelbar nach Errichtung der EZB übernimmt diese erforderlichenfalls die Aufgaben des EWI. Dieses wird nach Errichtung der EZB liquidiert; die entsprechenden Einzelheiten der Liquidation werden in der Satzung des EWI geregelt.

(3) Sofern und solange es Mitgliedstaaten gibt, für die eine Ausnahmeregelung gilt, wird unbeschadet des Artikels 107 Absatz 3 der in Artikel 45 der Satzung des ESZB bezeichnete Erweiterte Rat der EZB als drittes Beschlußorgan der EZB errichtet.

(4) Am ersten Tag der dritten Stufe nimmt der Rat aufgrund eines einstimmigen Beschlusses der Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt, auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung der EZB die Umrechnungskurse, auf die ihre Währungen unwiderruflich festgelegt werden, sowie die unwiderruflich festen Kurse, zu denen diese Währungen durch die ECU ersetzt werden, an und wird die ECU zu einer eigenständigen Währung. Diese Maßnahme ändert als solche nicht den Außenwert der ECU. Der Rat trifft ferner nach dem gleichen Verfahren alle sonstigen Maßnahmen, die für die rasche Einführung der ECU als einheitlicher Währung dieser Mitgliedstaaten erforderlich sind.

(5) Wird nach dem Verfahren des Artikels 122 Absatz 2 beschlossen, eine Ausnahmeregelung aufzuheben, so legt der Rat aufgrund eines einstimmigen Beschlusses der Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt, und des betreffenden Mitgliedstaats auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung der EZB den Kurs, zu dem dessen Währung durch die ECU ersetzt wird, fest und ergreift die sonstigen erforderlichen Maßnahmen zur Einführung der ECU als einheitliche Währung in dem betreffenden Mitgliedstaat.

Artikel 124 (ex-Artikel 109 m)

(1) Bis zum Beginn der dritten Stufe behandelt jeder Mitgliedstaat seine Wechselkurspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse. Er berücksichtigt dabei die Erfahrungen, die bei der Zusammenarbeit im Rahmen des Europäischen Währungssystems (EWS) und bei der Entwicklung der ECU gesammelt worden sind, und respektiert die bestehenden Zuständigkeiten.

(2) Mit Beginn der dritten Stufe sind die Bestimmungen des Absatzes 1 auf die Wechselkurspolitik eines Mitgliedstaats, für den eine Ausnahmeregelung gilt, für die Dauer dieser Ausnahmeregelung sinngemäß anzuwenden.

ANHANG 2

Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank

Die Hohen Vertragsparteien —

In dem Wunsch, die in Artikel 8 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft vorgesehene Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank festzulegen,

Sind über folgende Bestimmungen übereingekommen, die dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft beigelegt sind.

Kapitel I

Errichtung des ESZB

Artikel 1

Das Europäische System der Zentralbanken

I.1. Das Europäische System der Zentralbanken („ESZB“) und die Europäische Zentralbank („EZB“) werden gemäß Artikel 8 dieses Vertrags errichtet; sie nehmen ihre Aufgaben und ihre Tätigkeit nach Maßgabe dieses Vertrags und dieser Satzung wahr.

I.2. Das ESZB besteht nach Artikel 107 Absatz 1 dieses Vertrags aus der EZB und den Zentralbanken der Mitgliedstaaten („nationale Zentralbanken“). Das Luxemburgische Währungsinstitut wird die Zentralbank Luxemburgs sein.

Kapitel II

Ziele und Aufgaben des ESZB

Artikel 2

Ziele

Nach Artikel 105 Absatz 1 dieses Vertrags ist es das vorrangige Ziel des ESZB, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 dieses Vertrags festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen. Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Artikel 4 dieses Vertrags genannten Grundsätze.

Artikel 3

Aufgaben

3.1. Nach Artikel 105 Absatz 2 dieses Vertrags bestehen die grundlegenden Aufgaben des ESZB darin,

- die Geldpolitik der Gemeinschaft festzulegen und auszuführen;
- Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel 111 dieses Vertrags durchzuführen;
- die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten;
- das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.

3.2. Nach Artikel 105 Absatz 3 dieses Vertrags berührt Artikel 3.1 dritter Gedankenstrich nicht die Haltung und Verwaltung von Arbeitsguthaben in Fremdwährungen durch die Regierungen der Mitgliedstaaten.

3.3. Das ESZB trägt nach Artikel 105 Absatz 5 dieses Vertrags zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei.

Artikel 4

Beratende Funktionen

Nach Artikel 105 Absatz 4 dieses Vertrags

- a) wird die EZB gehört
 - zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft im Zuständigkeitsbereich der EZB;
 - von den nationalen Behörden zu allen Entwürfen für Rechtsvorschriften im Zuständigkeitsbereich der EZB, und zwar innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen, die der Rat nach dem Verfahren des Artikel 42 festlegt;
- b) kann die EZB gegenüber den zuständigen Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft und gegenüber den nationalen Behörden Stellungnahmen zu in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Fragen abgeben.

Artikel 5

Erhebung von statistischen Daten

5.1. Zur Wahrnehmung der Aufgaben des ESZB holt die EZB mit Unterstützung der nationalen Zentralbanken die erforderlichen statistischen Daten entweder von den zuständigen nationalen Behörden oder unmittelbar von den Wirtschaftssubjekten ein. Zu diesem Zweck arbeitet sie mit den Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft und den zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten oder dritter Länder sowie mit internationalen Organisationen zusammen.

5.2. Die in Artikel 5.1 bezeichneten Aufgaben werden soweit wie möglich von den nationalen Zentralbanken ausgeführt.

5.3. Soweit erforderlich, fördert die EZB die Harmonisierung der Bestimmungen und Gepflogenheiten auf dem Gebiet der Erhebung, Zusammenstellung und Weitergabe von statistischen Daten in den in ihre Zuständigkeit fallenden Bereichen.

5.4. Der Kreis der berichtspflichtigen natürlichen und juristischen Personen, die Bestimmungen über die Vertraulichkeit sowie die geeigneten Vorkehrungen zu ihrer Durchsetzung werden vom Rat nach dem Verfahren des Artikels 42 festgelegt.

Artikel 6

Internationale Zusammenarbeit

6.1. Im Bereich der internationalen Zusammenarbeit, die die dem ESZB übertragenen Aufgaben betrifft, entscheidet die EZB, wie das ESZB vertreten wird.

6.2. Die EZB und, soweit diese zustimmt, die nationalen Zentralbanken sind befugt, sich an internationalen Währungseinrichtungen zu beteiligen.

6.3. Die Artikel 6.1 und 6.2 finden unbeschadet des Artikels 111 Absatz 4 dieses Vertrags Anwendung.

Kapitel III

Organisation des ESZB

Artikel 7

Unabhängigkeit

Nach Artikel 108 dieses Vertrags darf bei der Wahrnehmung der ihnen durch diesen Vertrag und diese Satzung übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten weder die EZB noch eine nationale Zentralbank, noch ein Mitglied ihrer Beschlußorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. 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.

Artikel 8

Allgemeiner Grundsatz

Das ESZB wird von den Beschlußorganen der EZB geleitet.

Artikel 9

Die Europäische Zentralbank

9.1. Die EZB, die nach Artikel 107 Absatz 2 dieses Vertrags mit Rechtspersönlichkeit ausgestattet ist, besitzt in jedem Mitgliedstaat die weitestgehende Rechts- und Geschäftsfähigkeit, die juristischen Personen nach dessen Rechtsvorschriften zuerkannt ist; sie kann insbesondere bewegliches und unbewegliches Vermögen erwerben und veräußern sowie vor Gericht stehen.

9.2. Die EZB stellt sicher, daß die dem EZB nach Artikel 105 Absätze 2, 3 und 5 dieses Vertrags übertragenen Aufgaben entweder durch ihre eigene Tätigkeit nach Maßgabe dieser Satzung oder durch die nationalen Zentralbanken nach den Artikeln 12.1 und 14 erfüllt werden.

9.3. Die Beschlußorgane der EZB sind nach Artikel 107 Absatz 3 dieses Vertrags der EZB-Rat und das Direktorium.

Artikel 10

Der EZB-Rat

10.1. Nach Artikel 112 Absatz 1 dieses Vertrags besteht der EZB-Rat aus den Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken.

10.2. Vorbehaltlich des Artikels 10.3 sind nur die persönlich anwesenden Mitglieder des EZB-Rates stimmberechtigt. Abweichend von dieser Bestimmung kann in der in Artikel 12.3 genannten Geschäftsordnung vorgesehen werden, daß Mitglieder des EZB-Rates im Wege einer Telekonferenz an der Abstimmung teilnehmen können. In der Geschäftsordnung wird ferner vorgesehen, daß ein für längere Zeit an der Stimmabgabe verhindertes Mitglied einen Stellvertreter als Mitglied des EZB-Rates benennen kann.

Vorbehaltlich der Artikel 10.3 und 11.3 hat jedes Mitglied des EZB-Rates eine Stimme. Soweit in dieser Satzung nichts anderes bestimmt ist, beschließt der EZB-Rat mit einfacher Mehrheit. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Präsidenten den Ausschlag.

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

10.3. Für alle Beschlüsse im Rahmen der Artikel 28, 29, 30, 32, 33 und 51 werden die Stimmen im EZB-Rat nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewogen. Die Stimmen der Mitglieder des Direktoriums werden mit Null gewogen. Ein Beschluß, der die qualifizierte Mehrheit der Stimmen erfordert, gilt als angenommen, wenn die abgegebenen Ja-Stimmen mindestens zwei Drittel des gezeichneten Kapitals der EZB und mindestens die Hälfte der Anteilseigner vertreten. Bei Verhinderung eines Präsidenten einer nationalen Zentralbank kann dieser einen Stellvertreter zur Abgabe seiner gewogenen Stimme benennen.

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

10.5. Der EZB-Rat tritt mindestens zehnmal im Jahr zusammen.

Artikel 11

Das Direktorium

11.1. Nach Artikel 112 Absatz 2 Buchstabe a dieses Vertrags besteht das Direktorium aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und vier weiteren Mitgliedern.

Die Mitglieder erfüllen ihre Pflichten hauptamtlich. Ein Mitglied darf weder entgeltlich noch unentgeltlich einer anderen Beschäftigung nachgehen, es sei denn, der EZB-Rat erteilt hierzu ausnahmsweise seine Zustimmung.

11.2. Nach Artikel 112 Absatz 2 Buchstabe b dieses Vertrags werden der Präsident, der Vizepräsident und die weiteren Mitglieder des Direktoriums 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- oder Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten einvernehmlich ausgewählt und ernannt.

Ihre Amtszeit beträgt acht Jahre; Wiederernennung ist nicht zulässig.

Nur Staatsangehörige der Mitgliedstaaten können Mitglieder des Direktoriums sein.

11.3. Die Beschäftigungsbedingungen für die Mitglieder des Direktoriums, insbesondere ihre Gehälter und Ruhegehälter sowie andere Leistungen der sozialen Sicherheit, sind Gegenstand von Verträgen mit der EZB und werden vom EZB-Rat auf Vorschlag eines Ausschusses festgelegt, der aus drei vom EZB-Rat und drei vom Rat ernannten Mitgliedern besteht. Die Mitglieder des Direktoriums haben in den in diesem Absatz bezeichneten Angelegenheiten kein Stimmrecht.

11.4. Ein Mitglied des Direktoriums, das die Voraussetzungen für die Ausübung seines Amtes nicht mehr erfüllt oder eine schwere Verfehlung begangen hat, kann auf Antrag des EZB-Rates oder des Direktoriums durch den Gerichtshof seines Amtes enthoben werden.

11.5. Jedes persönlich anwesende Mitglied des Direktoriums ist berechtigt, an Abstimmungen teilzunehmen und hat zu diesem Zweck eine Stimme. Soweit nichts anderes bestimmt ist, beschließt das Direktorium mit der einfachen Mehrheit der abgegebenen Stimmen. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Präsidenten den Ausschlag. Die Abstimmungsmodalitäten werden in der in Artikel 12.3 bezeichneten Geschäftsordnung geregelt.

11.6. Das Direktorium führt die laufenden Geschäfte der EZB.

11.7. Freierwerdende Sitze im Direktorium sind durch Ernennung eines neuen Mitglieds nach Artikel 11.2 zu besetzen.

Artikel 12

Aufgaben der Beschlußorgane

12.1. Der EZB-Rat erläßt die Leitlinien und Entscheidungen, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem ESZB nach diesem Vertrag und dieser Satzung übertragenen Aufgaben zu gewährleisten. Der EZB-Rat legt die Geldpolitik der Gemeinschaft fest, gegebenenfalls einschließlich von Entscheidungen in bezug auf geldpolitische Zwischenziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld im ESZB, und erläßt die für ihre Ausführung notwendigen Leitlinien.

Das Direktorium führt die Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rates aus. Es erteilt hierzu den nationalen Zentralbanken die erforderlichen Weisungen. Ferner können dem Direktorium durch Beschluß des EZB-Rates bestimmte Befugnisse übertragen werden.

Unbeschadet dieses Artikels nimmt die EZB die nationalen Zentralbanken zur Durchführung von Geschäften, die zu den Aufgaben des ESZB gehören, in Anspruch, soweit dies möglich und sachgerecht erscheint.

12.2. Die Vorbereitung der Sitzungen des EZB-Rates obliegt dem Direktorium.

12.3. Der EZB-Rat beschließt eine Geschäftsordnung, die die interne Organisation der EZB und ihrer Beschlußorgane regelt.

12.4. Der EZB-Rat nimmt die in Artikel 4 genannten beratenden Funktionen wahr.

12.5. Der EZB-Rat trifft die Entscheidungen nach Artikel 6.

Artikel 13

Der Präsident

13.1. Den Vorsitz im EZB-Rat und im Direktorium der EZB führt der Präsident oder, bei seiner Verhinderung, der Vizepräsident.

13.2. Unbeschadet des Artikels 39 vertritt der Präsident oder eine von ihm benannte Person die EZB nach außen.

Artikel 14

Nationale Zentralbanken

14.1. Nach Artikel 109 dieses Vertrags stellt jeder Mitgliedstaat sicher, daß spätestens zum Zeitpunkt der Errichtung des ESZB seine innerstaatlichen Rechtsvorschriften einschließlich der Satzung seiner Zentralbank mit diesem Vertrag und dieser Satzung im Einklang stehen.

14.2. In den Satzungen der nationalen Zentralbanken ist insbesondere vorzusehen, daß die Amtszeit des Präsidenten der jeweiligen nationalen Zentralbank mindestens fünf Jahre beträgt.

Der Präsident einer nationalen Zentralbank kann aus seinem Amt nur entlassen werden, wenn er die Voraussetzungen für die Ausübung seines Amtes nicht mehr erfüllt oder eine schwere Verfehlung begangen hat. Gegen eine

entsprechende Entscheidung kann der betreffende Präsident einer nationalen Zentralbank oder der EZB-Rat wegen Verletzung dieses Vertrags oder einer bei seiner Durchführung anzuwendenden Rechtsnorm den Gerichtshof anrufen. Solche Klagen sind binnen zwei Monaten zu erheben; diese Frist läuft je nach Lage des Falles von der Bekanntgabe der betreffenden Entscheidung, ihrer Mitteilung an den Kläger oder in Ermangelung dessen von dem Zeitpunkt an, zu dem der Kläger von dieser Entscheidung Kenntnis erlangt hat.

14.3. Die nationalen Zentralbanken sind integraler Bestandteil des ESZB und handeln gemäß den Leitlinien und Weisungen der EZB. Der EZB-Rat trifft die notwendigen Maßnahmen, um die Einhaltung der Leitlinien und Weisungen der EZB sicherzustellen, und kann verlangen, daß ihm hierzu alle erforderlichen Informationen zur Verfügung gestellt werden.

14.4. Die nationalen Zentralbanken können andere als die in dieser Satzung bezeichneten Aufgaben wahrnehmen, es sei denn, der EZB-Rat stellt mit Zweidrittelmehrheit der abgegebenen Stimmen fest, daß diese Aufgaben nicht mit den Zielen und Aufgaben des ESZB vereinbar sind. Derartige Aufgaben werden von den nationalen Zentralbanken in eigener Verantwortung und auf eigene Rechnung wahrgenommen und gelten nicht als Aufgaben des ESZB.

Artikel 15

Berichtspflichten

15.1. Die EZB erstellt und veröffentlicht mindestens vierteljährlich Berichte über die Tätigkeit des ESZB.

15.2. Ein konsolidierter Ausweis des ESZB wird wöchentlich veröffentlicht.

15.3. Nach Artikel 113 Absatz 3 dieses Vertrags unterbreitet die EZB dem Europäischen Parlament, dem Rat und der Kommission sowie auch dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die Tätigkeit des ESZB und die Geld- und Währungspolitik im vergangenen und im laufenden Jahr.

15.4. Die in diesem Artikel bezeichneten Berichte und Ausweise werden Interessenten kostenlos zur Verfügung gestellt.

Artikel 16

Banknoten

Nach Artikel 106 Absatz 1 dieses Vertrags hat der EZB-Rat das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Banknoten innerhalb der Gemeinschaft zu genehmigen. Die EZB und die nationalen Zentralbanken sind zur Ausgabe von Banknoten berechtigt. Die von der EZB und den nationalen Zentralbanken ausgegebenen Banknoten sind die einzigen Noten, die in der Gemeinschaft als gesetzliches Zahlungsmittel gelten.

Die EZB berücksichtigt so weit wie möglich die Gepflogenheiten bei der Ausgabe und der Gestaltung von Banknoten.

Währungspolitische Aufgaben und Operationen des ESZB

Artikel 17

Konten bei der EZB und den nationalen Zentralbanken

Zur Durchführung ihrer Geschäfte können die EZB und die nationalen Zentralbanken für Kreditinstitute, öffentliche Stellen und andere Marktteilnehmer Konten eröffnen und Vermögenswerte, einschließlich Schuldbuchforderungen, als Sicherheit hereinnehmen.

Artikel 18

Offenmarkt- und Kreditgeschäfte

18.1. Zur Erreichung der Ziele des ESZB und zur Erfüllung seiner Aufgaben können die EZB und die nationalen Zentralbanken

- auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie auf Gemeinschafts- oder Drittländwährungen lautende Forderungen und börsengängige Wertpapiere sowie Edelmetalle endgültig (per Kasse oder Termin) oder im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kaufen und verkaufen oder entsprechende Darlehensgeschäfte tätigen;
- Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten und anderen Marktteilnehmern abschließen, wobei für die Darlehen ausreichende Sicherheiten zu stellen sind.

18.2. Die EZB stellt allgemeine Grundsätze für ihre eigenen Offenmarkt- und Kreditgeschäfte und die der nationalen Zentralbanken auf; hierzu gehören auch die Grundsätze für die Bekanntmachung der Bedingungen, zu denen sie bereit sind, derartige Geschäfte abzuschließen.

Artikel 19

Mindestreserven

19.1. Vorbehaltlich des Artikels 2 kann die EZB zur Verwirklichung der geldpolitischen Ziele verlangen, daß die in den Mitgliedstaaten niedergelassenen Kreditinstitute Mindestreserven auf Konten bei der EZB und den nationalen Zentralbanken unterhalten. Verordnungen über die Berechnung und Bestimmung des Mindestreservesolls können vom EZB-Rat erlassen werden. Bei Nichteinhaltung kann die EZB Strafzinsen erheben und sonstige Sanktionen mit vergleichbarer Wirkung verhängen.

19.2. Zum Zwecke der Anwendung dieses Artikels legt der Rat nach dem Verfahren des Artikels 42 die Basis für die Mindestreserven und die höchstzulässigen Relationen zwischen diesen Mindestreserven und ihrer Basis sowie die angemessenen Sanktionen fest, die bei Nichteinhaltung anzuwenden sind.

Artikel 20

Sonstige geldpolitische Instrumente

Der EZB-Rat kann mit der Mehrheit von zwei Dritteln der abgegebenen Stimmen über die Anwendung anderer Instrumente der Geldpolitik entscheiden, die er bei Beachtung des Artikels 2 für zweckmäßig hält.

Der Rat legt nach dem Verfahren des Artikels 42 den Anwendungsbereich solcher Instrumente fest, wenn sie Verpflichtungen für Dritte mit sich bringen.

Artikel 21

Geschäfte mit öffentlichen Stellen

21.1. Nach Artikel 101 dieses Vertrags sind Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den nationalen Zentralbanken für Organe oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken.

21.2. Die EZB und die nationalen Zentralbanken können als Fiskalagent für die in Artikel 21.1 bezeichneten Stellen tätig werden.

21.3. Die Bestimmungen dieses Artikels gelten nicht für Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum; diese werden von der jeweiligen nationalen Zentralbank und der EZB, was die Bereitstellung von Zentralbankgeld betrifft, wie private Kreditinstitute behandelt.

Artikel 22

Verrechnungs- und Zahlungssysteme

Die EZB und die nationalen Zentralbanken können Einrichtungen zur Verfügung stellen und die EZB kann Verordnungen erlassen, um effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme innerhalb der Gemeinschaft und im Verkehr mit dritten Ländern zu gewährleisten.

Artikel 23

Geschäfte mit dritten Ländern und internationalen Organisationen

Die EZB und die nationalen Zentralbanken sind befugt,

- mit Zentralbanken und Finanzinstituten in dritten Ländern und, soweit zweckdienlich, mit internationalen Organisationen Beziehungen aufzunehmen;
- alle Arten von Devisen und Edelmetalle per Kasse und per Termin zu kaufen und zu verkaufen; der Begriff „Devisen“ schließt Wertpapiere und alle sonstigen Vermögenswerte, die auf beliebige Währungen oder Rechnungseinheiten lauten, unabhängig von deren Ausgestaltung ein;

- die in diesem Artikel bezeichneten Vermögenswerte zu halten und zu verwalten;
- alle Arten von Bankgeschäften, einschließlich der Aufnahme und Gewährung von Krediten, im Verkehr mit dritten Ländern sowie internationalen Organisationen zu tätigen.

Artikel 24

Sonstige Geschäfte

Die EZB und die nationalen Zentralbanken sind befugt, außer den mit ihren Aufgaben verbundenen Geschäften auch Geschäfte für ihren eigenen Betrieb und für ihre Bediensteten zu tätigen.

Kapitel V

Aufsicht

Artikel 25

Aufsicht

25.1. Die EZB kann den Rat, die Kommission und die zuständigen Behörden der Mitgliedstaaten in Fragen des Geltungsbereichs und der Anwendung der Rechtsvorschriften der Gemeinschaft hinsichtlich der Aufsicht über die Kreditinstitute sowie die Stabilität des Finanzsystems beraten und von diesen konsultiert werden.

25.2. Aufgrund von Beschlüssen des Rates nach Artikel 105 Absatz 6 dieses Vertrags kann die EZB besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über die Kreditinstitute und sonstige Finanzinstitute mit Ausnahme von Versicherungsunternehmen wahrnehmen.

Kapitel VI

Finanzvorschriften des ESZB

Artikel 26

Jahresabschlüsse

26.1. Das Geschäftsjahr der EZB und der nationalen Zentralbanken beginnt am 1. Januar und endet am 31. Dezember.

26.2. Der Jahresabschluß der EZB wird vom Direktorium nach den vom EZB-Rat aufgestellten Grundsätzen erstellt. Der Jahresabschluß wird vom EZB-Rat festgestellt und sodann veröffentlicht.

26.3. Für Analyse- und Geschäftsführungszwecke erstellt das Direktorium eine konsolidierte Bilanz des ESZB, in der die zum ESZB gehörenden Aktiva und Passiva der nationalen Zentralbanken ausgewiesen werden.

26.4. Zur Anwendung dieses Artikels erläßt der EZB-Rat die notwendigen Vorschriften für die Standardisierung der buchmäßigen Erfassung und der Meldung der Geschäfte der nationalen Zentralbanken.

Artikel 27

Rechnungsprüfung

27.1. Die Jahresabschlüsse der EZB und der nationalen Zentralbanken werden von unabhängigen externen Rechnungsprüfern, die vom EZB-Rat empfohlen und vom Rat anerkannt wurden, geprüft. Die Rechnungsprüfer sind befugt, alle Bücher und Konten der EZB und der nationalen Zentralbanken zu prüfen und alle Auskünfte über deren Geschäfte zu verlangen.

27.2. Artikel 248 dieses Vertrags ist nur auf eine Prüfung der Effizienz der Verwaltung der EZB anwendbar.

Artikel 28

Kapital der EZB

28.1. Das Kapital der EZB bei der Aufnahme ihrer Tätigkeit beträgt 5 Milliarden ECU. Das Kapital kann durch einen Beschluß des EZB-Rates mit der in Artikel 10.3 vorgesehenen qualifizierten Mehrheit innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen, die der Rat nach dem Verfahren des Artikels 42 festlegt, erhöht werden.

28.2. Die nationalen Zentralbanken sind alleinige Zeichner und Inhaber des Kapitals der EZB. Die Zeichnung des Kapitals erfolgt nach dem gemäß Artikel 29 festgelegten Schlüssel.

28.3. Der EZB-Rat bestimmt mit der in Artikel 10.3 vorgesehenen qualifizierten Mehrheit, in welcher Höhe und welcher Form das Kapital einzuzahlen ist.

28.4. Vorbehaltlich des Artikels 28.5 können die Anteile der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB nicht übertragen, verpfändet oder gepfändet werden.

28.5. Im Falle einer Anpassung des in Artikel 29 bezeichneten Schlüssels sorgen die nationalen Zentralbanken durch Übertragungen von Kapitalanteilen untereinander dafür, daß die Verteilung der Kapitalanteile dem angepaßten Schlüssel entspricht. Die Bedingungen für derartige Übertragungen werden vom EZB-Rat festgelegt.

Artikel 29

Schlüssel für die Kapitalzeichnung

29.1. Nach Errichtung des ESZB und der EZB gemäß dem Verfahren des Artikels 123 Absatz I dieses Vertrags wird der Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der EZB festgelegt. In diesem Schlüssel erhält jede nationale Zentralbank einen Gewichtsanteil, der der Summe folgender Prozentsätze entspricht:

- 50% des Anteils des jeweiligen Mitgliedstaats an der Bevölkerung der Gemeinschaft im vorletzten Jahr vor der Errichtung des ESZB;
- 50% des Anteils des jeweiligen Mitgliedstaats am Bruttoinlandsprodukt der Gemeinschaft zu Marktpreisen in den fünf Jahren vor dem vorletzten Jahr vor der Errichtung des ESZB.

Die Prozentsätze werden zum nächsten Vielfachen von 0,05 Prozentpunkten aufgerundet.

29.2. Die zur Anwendung dieses Artikels zu verwendenden statistischen Daten werden von der Kommission nach den Regeln bereitgestellt, die der Rat nach dem Verfahren des Artikels 42 festlegt.

29.3. Die den nationalen Zentralbanken zugeteilten Gewichtsanteile werden nach Errichtung des ESZB alle fünf Jahre unter sinngemäßer Anwendung der Bestimmungen des Artikels 29.1 angepaßt. Der neue Schlüssel gilt jeweils vom ersten Tag des folgenden Jahres an.

29.4. Der EZB-Rat trifft alle weiteren Maßnahmen, die zur Anwendung dieses Artikels erforderlich sind.

Artikel 30

Übertragung von Währungsreserven auf die EZB

30.1. Unbeschadet des Artikels 28 wird die EZB von den nationalen Zentralbanken mit Währungsreserven, die jedoch nicht aus Währungen der Mitgliedstaaten, ECU, IWF-Reservepositionen und SZR gebildet werden dürfen, bis zu einem Gegenwert von 50 Milliarden ECU ausgestattet. Der EZB-Rat entscheidet über den von der EZB nach ihrer Errichtung einzufordernden Teil sowie die zu späteren Zeitpunkten einzufordernden Beträge. Die EZB hat das uneingeschränkte Recht, die ihr übertragenen Währungsreserven zu halten und zu verwalten sowie für die in dieser Satzung genannten Zwecke zu verwenden.

30.2. Die Beiträge der einzelnen nationalen Zentralbanken werden entsprechend ihrem jeweiligen Anteil am gezeichneten Kapital der EZB bestimmt.

30.3. Die EZB schreibt jeder nationalen Zentralbank eine ihrem Beitrag entsprechende Forderung gut. Der EZB-Rat entscheidet über die Denominierung und Verzinsung dieser Forderungen.

30.4. Die EZB kann nach Artikel 30.2 über den in Artikel 30.1 festgelegten Betrag hinaus innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen, die der Rat nach dem Verfahren des Artikels 42 festlegt, die Einzahlung weiterer Währungsreserven fordern.

30.5. Die EZB kann IWF-Reservepositionen und SZR halten und verwalten sowie die Zusammenlegung solcher Aktiva vorsehen.

30.6. Der EZB-Rat trifft alle weiteren Maßnahmen, die zur Anwendung dieses Artikels erforderlich sind.

Artikel 31

Währungsreserven der nationalen Zentralbanken

31.1. Die nationalen Zentralbanken sind befugt, zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber internationalen Organisationen nach Artikel 23 Geschäfte abzuschließen.

31.2. Alle sonstigen Geschäfte mit den Währungsreserven, die den nationalen Zentralbanken nach den in Artikel 30 genannten Übertragungen verbleiben, sowie von Mitgliedstaaten ausgeführte Transaktionen mit ihren Arbeitsguthaben in Fremdwährungen bedürfen oberhalb eines bestimmten im Rahmen des Artikels 31.3 festzulegenden Betrags der Zustimmung der EZB, damit Übereinstimmung mit der Wechselkurs- und der Währungspolitik der Gemeinschaft gewährleistet ist.

31.3. Der EZB-Rat erläßt Richtlinien mit dem Ziel, derartige Geschäfte zu erleichtern.

Artikel 32

Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken

32.1. Die Einkünfte, die den nationalen Zentralbanken aus der Erfüllung der währungspolitischen Aufgaben des ESZB zufließen (im folgenden als „monetäre Einkünfte“ bezeichnet), werden am Ende eines jeden Geschäftsjahres nach diesem Artikel verteilt.

32.2. Vorbehaltlich des Artikels 32.3 entspricht der Betrag der monetären Einkünfte einer jeden nationalen Zentralbank ihren jährlichen Einkünften aus Vermögenswerten, die sie als Gegenposten zum Bargeldumlauf und zu ihren Verbindlichkeiten aus Einlagen der Kreditinstitute hält. Diese Vermögenswerte werden von den nationalen Zentralbanken gemäß den vom EZB-Rat zu erlassenden Richtlinien gesondert erfaßt.

32.3. Wenn nach dem Übergang zur dritten Stufe die Bilanzstrukturen der nationalen Zentralbanken nach Auffassung des EZB-Rates die Anwendung des Artikels 32.2 nicht gestatten, kann der EZB-Rat mit qualifizierter Mehrheit beschließen, daß die monetären Einkünfte für einen Zeitraum von höchstens fünf Jahren abweichend von Artikel 32.2 nach einem anderen Verfahren bemessen werden.

32.4. Der Betrag der monetären Einkünfte einer jeden nationalen Zentralbank vermindert sich um den Betrag etwaiger Zinsen, die von dieser Zentralbank auf ihre Verbindlichkeiten aus Einlagen der Kreditinstitute nach Artikel 19 gezahlt werden.

Der EZB-Rat kann beschließen, daß die nationalen Zentralbanken für Kosten in Verbindung mit der Ausgabe von Banknoten oder unter außergewöhnlichen Umständen für spezifische Verluste aus für das ESZB unternommenen währungspolitischen Operationen entschädigt werden. Die Entschädigung erfolgt in einer Form, die der EZB-Rat für angemessen hält; diese Beträge können mit den monetären Einkünften der nationalen Zentralbanken verrechnet werden.

32.5. Die Summe der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken wird vorbehaltlich etwaiger Beschlüsse des EZB-Rates nach Artikel 33.2 unter den nationalen Zentralbanken entsprechend ihren eingezahlten Anteilen am Kapital der EZB verteilt.

32.6. Die Verrechnung und den Ausgleich der Salden aus der Verteilung der monetären Einkünfte nimmt die EZB gemäß den Richtlinien des EZB-Rates vor.

32.7. Der EZB-Rat trifft alle weiteren Maßnahmen, die zur Anwendung dieses Artikels erforderlich sind.

Artikel 33

Verteilung der Nettogewinne und Verluste der EZB

33.1. Der Nettogewinn der EZB wird in der folgenden Reihenfolge verteilt:

- a) Ein vom EZB-Rat zu bestimmender Betrag, der 20% des Nettogewinns nicht übersteigen darf, wird dem allgemeinen Reservefonds bis zu einer Obergrenze von 100% des Kapitals zugeführt;
- b) der verbleibende Nettogewinn wird an die Anteilseigner der EZB entsprechend ihren eingezahlten Anteilen ausgeschüttet.

33.2. Falls die EZB einen Verlust erwirtschaftet, kann der Fehlbetrag aus dem allgemeinen Reservefonds der EZB und erforderlichenfalls nach einem entsprechenden Beschluß des EZB-Rates aus den monetären Einkünften des betreffenden Geschäftsjahrs im Verhältnis und bis in Höhe der Beträge gezahlt werden, die nach Artikel 32.5 an die nationalen Zentralbanken verteilt werden.

Kapitel VII

Allgemeine Bestimmungen

Artikel 34

Rechtsakte

34.1. Nach Artikel 110 dieses Vertrags werden von der EZB

- Verordnungen erlassen, insoweit dies für die Erfüllung der in Artikel 3.1 erster Gedankenstrich, Artikel 19.1, Artikel 22 oder Artikel 25.2 festgelegten Aufgaben erforderlich ist; sie erläßt Verordnungen ferner in den Fällen, die in den Rechtsakten des Rates nach Artikel 42 vorgesehen werden;
- die Entscheidungen erlassen, die zur Erfüllung der dem ESZB nach diesem Vertrag und dieser Satzung übertragenen Aufgaben erforderlich sind;
- Empfehlungen und Stellungnahmen abgeben.

34.2. Eine Verordnung hat allgemeine Geltung. Sie ist in allen ihren Teilen verbindlich und gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat.

Empfehlungen und Stellungnahmen sind nicht verbindlich.

Eine Entscheidung ist in allen ihren Teilen für diejenigen verbindlich, an die sie gerichtet ist.

Die Artikel 253, 254 und 256 dieses Vertrags gelten für die Verordnungen und Entscheidungen der EZB.

Die EZB kann die Veröffentlichung ihrer Entscheidungen, Empfehlungen und Stellungnahmen beschließen.

34.3. Innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen, die der Rat nach dem Verfahren des Artikels 42 festlegt, ist die EZB befugt, Unternehmen bei Nichteinhaltung der Verpflichtungen, die sich aus ihren Verordnungen und Entscheidungen ergeben, mit Geldbußen oder in regelmäßigen Abständen zu zahlenden Strafgeldern zu belegen.

Artikel 35

Gerichtliche Kontrolle und damit verbundene Angelegenheiten

35.1. Die Handlungen und Unterlassungen der EZB unterliegen in den Fällen und unter den Bedingungen, die in diesem Vertrag vorgesehen sind, der Überprüfung und Auslegung durch den Gerichtshof. Die EZB ist in den Fällen und unter den Bedingungen, die in diesem Vertrag vorgesehen sind, klageberechtigt.

35.2. Über Rechtsstreitigkeiten zwischen der EZB einerseits und ihren Gläubigern, Schuldern oder dritten Personen andererseits entscheiden die zuständigen Gerichte der einzelnen Staaten vorbehaltlich der Zuständigkeiten, die dem Gerichtshof zuerkannt sind.

35.3. Die EZB unterliegt der Haftungsregelung des Artikels 288 dieses Vertrags. Die Haftung der nationalen Zentralbanken richtet sich nach dem jeweiligen innerstaatlichen Recht.

35.4. Der Gerichtshof ist für Entscheidungen aufgrund einer Schiedsklausel zuständig, die in einem von der EZB oder für ihre Rechnung abgeschlossenen öffentlich-rechtlichen oder privatrechtlichen Vertrag enthalten ist.

35.5. Für einen Beschluß der EZB, den Gerichtshof anzurufen, ist der EZB-Rat zuständig.

35.6. Der Gerichtshof ist für Streitsachen zuständig, die die Erfüllung der Verpflichtungen aus dieser Satzung durch eine nationale Zentralbank betreffen. Ist die EZB der Auffassung, daß eine nationale Zentralbank einer Verpflichtung aus dieser Satzung nicht nachgekommen ist, so legt sie in der betreffenden Sache eine mit Gründen versehene Stellungnahme vor, nachdem sie der nationalen Zentralbank Gelegenheit zur Vorlage von Bemerkungen gegeben hat. Entspricht die nationale Zentralbank nicht innerhalb der von der EZB gesetzten Frist deren Stellungnahme, so kann die EZB den Gerichtshof anrufen.

Artikel 36

Personal

36.1. Der EZB-Rat legt auf Vorschlag des Direktoriums die Beschäftigungsbedingungen für das Personal der EZB fest.

36.2. Der Gerichtshof ist für alle Streitsachen zwischen der EZB und deren Bediensteten innerhalb der Grenzen und unter den Bedingungen zuständig, die sich aus den Beschäftigungsbedingungen ergeben.

Artikel 37

Sitz

Vor Ende 1992 beschließen die Regierungen der Mitgliedstaaten auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs im gegenseitigen Einvernehmen über den Sitz der EZB.

Artikel 38

Geheimhaltung

38.1. Die Mitglieder der Leitungsgremien und des Personals der EZB und der nationalen Zentralbanken dürfen auch nach Beendigung ihres Dienstverhältnisses keine der Geheimhaltungspflicht unterliegenden Informationen weitergeben.

38.2. Auf Personen mit Zugang zu Daten, die unter Gemeinschaftsvorschriften fallen, die eine Verpflichtung zur Geheimhaltung vorsehen, finden diese Gemeinschaftsvorschriften Anwendung.

Artikel 39

Unterschriftsberechtigte

Die EZB wird Dritten gegenüber durch den Präsidenten oder zwei Direktoriumsmitglieder oder durch die Unterschriften zweier vom Präsidenten zur Zeichnung im Namen der EZB gehörig ermächtigter Bediensteter der EZB rechtswirksam verpflichtet.

Artikel 40 ^()*

Vorrechte und Befreiungen

Die EZB genießt im Hoheitsgebiet der Mitgliedstaaten die zur Erfüllung ihrer Aufgabe erforderlichen Vorrechte und Befreiungen nach Maßgabe des Protokolls über die Vorrechte und Befreiungen der Europäischen Gemeinschaften.

Kapitel VIII

Änderung der Satzung und ergänzende Rechtsvorschriften

Artikel 41

Vereinfachtes Änderungsverfahren

41.1. Nach Artikel 107 Absatz 5 dieses Vertrags kann der Rat die Artikel 5.1, 5.2, 5.3, 17, 18, 19.1, 22, 23, 24, 26, 32.2, 32.3, 32.4, 32.6, 33.1a und 36 dieser Satzung entweder mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der EZB nach Anhörung der Kommission oder einstimmig auf Vorschlag der Kommission

() In der Fassung des Artikels 6 Abschnitt III Nummer 4 des Vertrags von Amsterdam.*

nach Anhörung der EZB ändern. Die Zustimmung des Europäischen Parlaments ist dabei jeweils erforderlich.

41.2. Eine Empfehlung der EZB nach diesem Artikel erfordert einen einstimmigen Beschluß des EZB-Rates.

Artikel 42

Ergänzende Rechtsvorschriften

Nach Artikel 107 Absatz 6 dieses Vertrags erläßt der Rat unmittelbar nach dem Beschluß über den Zeitpunkt für den Beginn der dritten Stufe mit qualifizierter Mehrheit entweder auf Vorschlag der Kommission nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der EZB oder auf Empfehlung der EZB nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der Kommission die in den Artikeln 4, 5.4, 19.2, 20, 28.1, 29.2, 30.4 und 34.3 dieser Satzung genannten Bestimmungen.

Kapitel IX

Übergangsbestimmungen und sonstige Bestimmungen für das ESZB

Artikel 43

Allgemeine Bestimmungen

43.1. Eine Ausnahmeregelung nach Artikel 122 Absatz 1 dieses Vertrags bewirkt, daß folgende Artikel dieser Satzung für den betreffenden Mitgliedstaat keinerlei Rechte oder Verpflichtungen entstehen lassen: Artikel 3, 6, 9.2, 12.1, 14.3, 16, 18, 19, 20, 22, 23, 26.2, 27, 30, 31, 32, 33, 34, 50 und 52.

43.2. Die Zentralbanken der Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung nach Artikel 122 Absatz 1 dieses Vertrags gilt, behalten ihre währungsrechtlichen Befugnisse nach innerstaatlichem Recht.

43.3. In den Artikeln 3, 11.2, 19, 34.2 und 50 bezeichnet der Ausdruck „Mitgliedstaaten“ gemäß Artikel 122 Absatz 4 dieses Vertrags die „Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt“.

43.4. In den Artikeln 9.2, 10.1, 10.3, 12.1, 16, 17, 18, 22, 23, 27, 30, 31, 32, 33.2 und 52 dieser Satzung ist der Ausdruck „nationale Zentralbanken“ im Sinne von „Zentralbanken der Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt“ zu verstehen.

43.5. In den Artikeln 10.3 und 33.1 bezeichnet der Ausdruck „Anteilseigner“ die „Zentralbanken der Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt“.

43.6. In den Artikeln 10.3 und 30.2 ist der Ausdruck „gezeichnetes Kapital der EZB“ im Sinne von „Kapital der EZB, das von den Zentralbanken der Mitgliedstaaten gezeichnet wurde, für die keine Ausnahmeregelung gilt“ zu verstehen.

Artikel 44

Vorübergehende Aufgaben der EZB

Die EZB übernimmt diejenigen Aufgaben des EWU, die infolge der für einen oder mehrere Mitgliedstaaten geltenden Ausnahmeregelungen in der dritten Stufe noch erfüllt werden müssen.

Bei der Vorbereitung der Aufhebung der Ausnahmeregelungen nach Artikel 122 dieses Vertrags nimmt die EZB eine beratende Funktion wahr.

Artikel 45

Der Erweiterte Rat der EZB

45.1. Unbeschadet des Artikels 107 Absatz 3 dieses Vertrags wird der Erweiterte Rat als drittes Beschlußorgan der EZB eingesetzt.

45.2. Der Erweiterte Rat besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Die weiteren Mitglieder des Direktoriums können an den Sitzungen des Erweiterten Rates teilnehmen, besitzen aber kein Stimmrecht.

45.3. Die Verantwortlichkeiten des Erweiterten Rates sind in Artikel 47 dieser Satzung vollständig aufgeführt.

Artikel 46

Geschäftsordnung des Erweiterten Rates

46.1. Der Präsident oder bei seiner Verhinderung der Vizepräsident der EZB führt den Vorsitz im Erweiterten Rat der EZB.

46.2. Der Präsident des Rates und ein Mitglied der Kommission können an den Sitzungen des Erweiterten Rates teilnehmen, besitzen aber kein Stimmrecht.

46.3. Der Präsident bereitet die Sitzungen des Erweiterten Rates vor.

46.4. Abweichend von Artikel 12.3 gibt sich der Erweiterte Rat eine Geschäftsordnung.

46.5. Das Sekretariat des Erweiterten Rates wird von der EZB gestellt.

Artikel 47

Verantwortlichkeiten des Erweiterten Rates

47.1. Der Erweiterte Rat

- nimmt die in Artikel 44 aufgeführten Aufgaben wahr;
- wirkt bei der Erfüllung der Beratungsfunktionen nach den Artikeln 4 und 25.1 mit.

47.2. Der Erweiterte Rat wirkt auch mit bei

- der Erhebung der statistischen Daten im Sinne von Artikel 5;
- den Berichtstätigkeiten der EZB im Sinne von Artikel 15;

- der Festlegung der erforderlichen Regeln für die Anwendung von Artikel 26 gemäß Artikel 26.4;
- allen sonstigen erforderlichen Maßnahmen zur Anwendung von Artikel 29 gemäß Artikel 29.4;
- der Festlegung der Beschäftigungsbedingungen für das Personal der EZB gemäß Artikel 36.

47.3. Der Erweiterte Rat trägt zu den Vorarbeiten bei, die erforderlich sind, um für die Währungen der Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, die Wechselkurse gegenüber den Währungen oder der einheitlichen Währung der Mitgliedstaaten, für die keine Ausnahmeregelung gilt, gemäß Artikel 123 Absatz 5 dieses Vertrags unwiderruflich festzulegen.

47.4. Der Erweiterte Rat wird vom Präsidenten der EZB über die Beschlüsse des EZB-Rates unterrichtet.

Artikel 48

Übergangsbestimmungen für das Kapital der EZB

Nach Artikel 29.1 wird jeder nationalen Zentralbank ein Gewichtsanteil in dem Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der EZB zugeteilt. Abweichend von Artikel 28.3 zahlen Zentralbanken von Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, das von ihnen gezeichnete Kapital nicht ein, es sei denn, daß der Erweiterte Rat mit der Mehrheit von mindestens zwei Dritteln des gezeichneten Kapitals der EZB und zumindest der Hälfte der Anteilseigner beschließt, daß als Beitrag zu den Betriebskosten der EZB ein Mindestprozentsatz eingezahlt werden muß.

Artikel 49

Zurückgestellte Einzahlung von Kapital, Reserven und Rückstellungen der EZB

49.1. Die Zentralbank eines Mitgliedstaats, dessen Ausnahmeregelung aufgehoben wurde, zahlt den von ihr gezeichneten Anteil am Kapital der EZB im selben Verhältnis wie die Zentralbanken von anderen Mitgliedstaaten ein, für die keine Ausnahmeregelung gilt, und überträgt der EZB Währungsreserven gemäß Artikel 30.1. Die Höhe der Übertragungen bestimmt sich durch Multiplikation des in ECU zum jeweiligen Wechselkurs ausgedrückten Wertes der Währungsreserven, die der EZB schon gemäß Artikel 30.1 übertragen wurden, mit dem Faktor, der das Verhältnis zwischen der Anzahl der von der betreffenden nationalen Zentralbank gezeichneten Anteile und der Anzahl der von den anderen nationalen Zentralbanken bereits eingezahlten Anteile ausdrückt.

49.2. Zusätzlich zu der Einzahlung nach Artikel 49.1 leistet die betreffende Zentralbank einen Beitrag zu den Reserven der EZB und zu den diesen Reserven gleichwertigen Rückstellungen sowie zu dem Betrag, der gemäß dem Saldo der Gewinn-und-Verlust-Rechnung zum 31. Dezember des Jahres vor der Aufhebung der Ausnahmeregelung noch für die Reserven und Rückstellungen bereitzustellen ist. Die Höhe des zu leistenden Beitrags bestimmt sich durch Multiplikation des in der genehmigten Bilanz der EZB

ausgewiesenen Betrags der Reserven im Sinne der obigen Definition mit dem Faktor, der das Verhältnis zwischen der Anzahl der von der betreffenden Zentralbank gezeichneten Anteile und der Anzahl der von den anderen Zentralbanken bereits eingezahlten Anteile ausdrückt.

Artikel 50

Erstmalige Ernennung der Mitglieder des Direktoriums

Bei der Einsetzung des Direktoriums der EZB werden der Präsident, der Vizepräsident und die weiteren Mitglieder des Direktoriums auf Empfehlung des Rates und nach Anhörung des Europäischen Parlaments und des Rates des EWI von den Regierungen der Mitgliedstaaten auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs einvernehmlich ernannt. Der Präsident des Direktoriums wird für acht Jahre ernannt. Abweichend von Artikel 11.2 werden der Vizepräsident für vier Jahre und die weiteren Mitglieder des Direktoriums für eine Amtszeit zwischen fünf und acht Jahren ernannt. Wiederernennung ist in keinem Fall zulässig. Die Anzahl der Mitglieder des Direktoriums kann geringer sein als in Artikel 11.1 vorgesehen, darf jedoch auf keinen Fall weniger als vier betragen.

Artikel 51

Abweichung von Artikel 32

51.1. Stellt der EZB-Rat nach dem Beginn der dritten Stufe fest, daß die Anwendung von Artikel 32 für den relativen Stand der Einkünfte der nationalen Zentralbanken wesentliche Änderungen zur Folge hat, so wird der Betrag der nach Artikel 32 zu verteilenden Einkünfte nach einem einheitlichen Prozentsatz gekürzt, der im ersten Geschäftsjahr nach dem Beginn der dritten Stufe 60% nicht übersteigen darf und in jedem darauffolgenden Geschäftsjahr um mindestens 12 Prozentpunkte verringert wird.

51.2. Artikel 51.1 ist für höchstens fünf Geschäftsjahre nach dem Beginn der dritten Stufe anwendbar.

Artikel 52

Umtausch von auf Gemeinschaftswährungen lautenden Banknoten

Im Anschluß an die unwiderrufliche Festlegung der Wechselkurse ergreift der EZB-Rat die erforderlichen Maßnahmen, um sicherzustellen, daß Banknoten, die auf Währungen mit unwiderruflich festgelegten Wechselkursen lauten, von den nationalen Zentralbanken zu ihrer jeweiligen Parität umgetauscht werden.

Artikel 53

Anwendbarkeit der Übergangsbestimmungen

Sofern und solange es Mitgliedstaaten gibt, für die eine Ausnahmeregelung gilt, sind die Artikel 43 bis 48 anwendbar.

Glossar

Aktienmarkt (equity market): Markt, auf dem Aktien begeben und gehandelt werden. Eine Aktie ist der Anspruch auf einen Anteil am Eigentum eines Unternehmens. Ein wesentlicher Unterschied zwischen Aktien und Schuldverschreibungen besteht darin, dass Aktien nicht vom Emittenten zurückgezahlt werden müssen.

Anleihemarkt (bond market): Markt, auf dem längerfristige Schuldverschreibungen begeben und gehandelt werden. Siehe **Rentenmarkt**.

Bargeldumlauf (currency in circulation): Der Bargeldumlauf umfasst in Umlauf befindliche Banknoten und Münzen, die als allgemeines Zahlungsmittel verwendet werden. Er enthält die vom **Eurosystem** ausgegebenen Banknoten und die von einigen nationalen Zentralbanken des Eurosystems und von den Zentralregierungen ausgegebenen Münzen. Der in **M3** enthaltene Bargeldumlauf ist ein Nettobegriff, d. h., er bezieht sich nur auf die außerhalb des Sektors der **Monetären Finanzinstitute** (MFI-Sektor) gehaltenen, in Umlauf befindlichen Banknoten und Münzen (wie sie in der **konsolidierten Bilanz der MFIs** ausgewiesen werden; damit ist der Kassenbestand, also der Bestand der von MFIs gehaltenen Banknoten und Münzen, vom Bargeldumlauf abgezogen). Der Bargeldumlauf enthält weder den Eigenbestand der Zentralbanken an Banknoten (da diese nicht im Umlauf sind) noch Sammlermünzen, die üblicherweise nicht als Zahlungsmittel verwendet werden.

Befristete Transaktion (reverse transaction): Geschäft, bei dem die Zentralbank Vermögenswerte gemäß einer **Rückkaufsvereinbarung** kauft oder verkauft oder Kredite gegen Überlassung von **Sicherheiten** gewährt.

Buchkredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (loans to euro area residents): Von **Monetären Finanzinstituten (MFIs)** an Kreditnehmer vergebene Kredite, die weder durch handelbare Papiere noch durch ein einziges Dokument (wenn dieses handelbar geworden ist) verbrieft sind. Diese Beschreibung beinhaltet Buchkredite an private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an öffentliche Haushalte. Bei den Buchkrediten an private Haushalte kann zwischen Konsumentenkrediten (Buchkredite für die private Nutzung zum Konsum von Waren und Dienstleistungen), Wohnungskrediten (Kredite, die für Investitionen in Wohnraum – einschließlich Wohnungsbau und –ausbau – gewährt werden) und sonstigen Krediten (Kredite zur Schuldenkonsolidierung, zur Finanzierung der Ausbildung, usw.) unterschieden werden (siehe auch **Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet**).

Defizitquote (deficit ratio): Eines der in Artikel 104 Absatz 2 des **EG-Vertrags** festgelegten fiskalpolitischen **Konvergenzkriterien**. Definiert als „Verhältnis zwischen dem geplanten oder tatsächlichen öffentlichen Defizit und

dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen“, wobei „öffentliches Defizit“ wie in Protokoll Nr. 20 über das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** definiert wird als „das Finanzierungsdefizit des Staatssektors“. „Staat“ wird im Sinne des **Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 – ESVG 95** verstanden.

Derivatemarkt (derivatives market): Markt, auf dem Finanzinstrumente begeben und gehandelt werden, deren Wert durch die ihnen zugrunde liegenden Wertpapierpreise, Zinssätze, Wechselkurse, Marktindizes oder Rohstoffpreise bestimmt wird. Die wichtigsten derivativen Finanzinstrumente sind **Terminkontrakte, Optionen, Swaps** und **Zinsterminkontrakte**.

Devisenswap (foreign exchange swap): Gleichzeitige Durchführung eines Kassa- und eines Termingeschäfts in einer Währung gegen eine andere. Das **Eurosystem** kann geldpolitische **Offenmarktgeschäfte** in Form von Devisenswapgeschäften durchführen, bei denen die nationalen Zentralbanken (oder die **Europäische Zentralbank (EZB)**) **Euro** gegen eine Fremdwährung per Kasse kaufen oder verkaufen und sie gleichzeitig per Termin verkaufen oder kaufen.

ECU (Europäische Währungseinheit) (European Currency Unit – ECU): Vor dem Beginn der **dritten Stufe** der WWU war die ECU als Währungskorb definiert, der sich aus feststehenden Beträgen von 12 der 15 Währungen der **EU-Mitgliedstaaten** zusammensetzte. Der Wert der ECU errechnete sich als gewogener Durchschnitt der Werte ihrer Korbwährungen. Die offizielle ECU diente als Recheneinheit des **WKM** sowie den Zentralbanken als Reservewährung.

Effektiver (nominaler/realer) Wechselkurs (effective (nominal/real) exchange rate): In ihrer nominalen Form beruhen die effektiven Wechselkurse auf einem gewogenen Durchschnitt ausgewählter bilateraler Wechselkurse. Der nominale effektive Wechselkurs des **Euro**, der von der **Europäischen Zentralbank (EZB)** berechnet wird, ist ein gewogenes geometrisches Mittel der Wechselkurse des Euro gegenüber den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner des **Euro-Währungsgebiets**. Die Gewichte spiegeln den Anteil des Handels der jeweiligen Länder am gesamten Handel des Euro-Währungsgebiets wider. Reale effektive Wechselkurse sind nominale effektive Wechselkurse bereinigt um Differenzen zwischen ausländischen und inländischen Preisen oder Kosten. Damit sind sie ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit eines Landes. Der reale effektive Wechselkurs für den Euro wird auf Basis von Verbraucherpreisindizes berechnet (z. B. des **Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)** für das Euro-Währungsgebiet und andere **EU-Mitgliedstaaten**).

EG-Vertrag (Treaty): Gemeint ist hier der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, der am 25. März 1957 in Rom unterzeichnet wurde und am 1. Januar 1958 in Kraft trat. Mit diesem Vertrag, der oft als „Römischer Vertrag“ bezeichnet wird, wurde die Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG), heute als Europäische Gemeinschaft (EG) bezeichnet,

gegründet. Der Vertrag über die Europäische Union (EU-Vertrag) wurde am 7. Februar 1992 in Maastricht unterzeichnet („Maastricht-Vertrag“) und trat am 1. November 1993 in Kraft. Er änderte den EG-Vertrag und begründete die Europäische Union. Der EG-Vertrag und der EU-Vertrag wurden durch den „Vertrag von Amsterdam“ geändert, der am 2. Oktober 1997 in Amsterdam unterzeichnet wurde und am 1. Mai 1999 in Kraft trat. Eine weitere Abänderung des EG-Vertrags und des EU-Vertrags erfolgt mit Ratifizierung und In-Kraft-Treten des „Vertrags von Nizza“, mit dem die Regierungskonferenz 2000 schloss und der am 26. Februar 2001 unterzeichnet wurde.

Einlagefazilität (deposit facility): Eine **ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die den **Geschäftspartnern** die Möglichkeit bietet, **täglich fällige Einlagen** zu einem vorher festgesetzten Zinssatz bei der nationalen Zentralbank anzulegen (siehe **Schlüsselzinssätze der EZB**).

Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (deposits redeemable at notice): Diese Kategorie beinhaltet Spareinlagen, über die der Einleger erst nach Kündigung und Ablauf der vereinbarten Kündigungsfrist verfügen kann. In manchen Fällen besteht die Möglichkeit, einen festgelegten Betrag innerhalb einer bestimmten Frist abzuheben oder vorzeitige Abhebungen gegen Zahlung eines Strafzinses zu tätigen. Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten sind in **M2** (und damit auch in **M3**) enthalten, während Einlagen mit einer längeren vereinbarten Kündigungsfrist zu den (nichtmonetären) längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des Sektors der **Monetären Finanzinstitute** (MFI-Sektor) gerechnet werden.

Einlagen mit vereinbarter Laufzeit (deposits with an agreed maturity): Diese Kategorie beinhaltet vorwiegend befristete Einlagen, über die nach den nationalen Gepflogenheiten vor Ablauf der Bindungsfrist nicht oder nur gegen Zahlung eines Strafzinses verfügt werden kann. Sie umfasst auch einige nicht übertragbare Schuldverschreibungen, etwa nicht übertragbare Einlagenzertifikate für den Absatz an Bankkunden. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in **M2** (und damit auch in **M3**) enthalten, während Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren zu den (nichtmonetären) längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des Sektors der **Monetären Finanzinstitute** (MFI-Sektor) gerechnet werden.

Endgültiger Kauf bzw. Verkauf (outright transaction): Transaktion, bei der Vermögenswerte endgültig am Markt (per Kasse oder Termin) gekauft oder verkauft werden.

EONIA (Euro Overnight Index Average) (euro overnight index average – EONIA): Eine Messgröße für den effektiven umsatzgewichteten Tagesgeldsatz für den **Euro**. Wird als gewogener Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe größerer Institute im **Euro-Währungsgebiet** gemeldet werden, berechnet.

Erste Stufe, zweite Stufe, dritte Stufe (Stage One, Stage Two, Stage Three): siehe **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)**.

Erweiterter Rat (General Council): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Er setzt sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten aller 15 nationalen Zentralbanken der EU zusammen.

Erwerbsbeteiligung (labour force participation rate): Anteil der Erwerbspersonen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter insgesamt. Zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zählen Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren. Der Begriff der Erwerbspersonen umfasst sowohl Erwerbstätige als auch Arbeitslose.

EU-Rat (EU Council): Ein Organ der Europäischen Gemeinschaft. Besteht aus Vertretern der Regierungen der **Mitgliedstaaten**, normalerweise aus den jeweils fachlich zuständigen Ministern (folglich oft als Ministerrat bezeichnet). Der in der Zusammensetzung der Wirtschafts- und Finanzminister tagende EU-Rat wird häufig als ECOFIN-Rat bezeichnet. Zudem kann der EU-Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs tagen (siehe auch **Europäischer Rat**).

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) (euro interbank offered rate – EURIBOR): Der Durchschnittszinssatz, zu dem ein erstklassiges **Kreditinstitut** bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität **Euro-Gelder** zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich für Laufzeiten von einer Woche sowie ein bis zwölf Monaten als Durchschnitt der von repräsentativen Banken verlangten Zinssätze ermittelt und auf drei Dezimalstellen gerundet.

Euro (euro): Bezeichnung der europäischen Währung, die bei der Tagung des **Europäischen Rats** am 15. und 16. Dezember 1995 in Madrid beschlossen wurde. „Euro“ wird anstelle der Bezeichnung „**ECU**“ (**Europäische Währungseinheit**) verwendet, die im **EG-Vertrag** steht.

Europäische Kommission – Kommission der Europäischen Gemeinschaften (European Commission – Commission of the European Communities): Ein Organ der Europäischen Gemeinschaft, das die Umsetzung der Bestimmungen des **EG-Vertrags** gewährleistet, die Politik der Gemeinschaft gestaltet, Vorschläge zum Gemeinschaftsrecht unterbreitet und in bestimmten Bereichen seine Befugnisse ausübt. Auf wirtschaftspolitischem Gebiet spricht die Kommission Empfehlungen für die **Grundzüge der Wirtschaftspolitik** in der Gemeinschaft aus und berichtet dem **EU-Rat** über konjunkturelle und wirtschaftspolitische Entwicklungen. Sie prüft die Einhaltung der Haushaltsdisziplin im Rahmen der multilateralen Überwachung und legt dem Rat Berichte vor.

Europäische Zentralbank – EZB (European Central Bank – ECB): Die EZB ist der Mittelpunkt des **Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)** und des **Eurosystems** und ist gemäß Gemeinschaftsrecht eine Institution mit eigener Rechtspersönlichkeit. Sie stellt sicher, dass die dem Eurosystem und dem ESZB übertragenen Aufgaben entweder durch ihre eigene Tätigkeit nach Maßgabe der ESZB-Satzung oder durch die nationalen Zentralbanken erfüllt werden.

Europäischer Rat (European Council): Er gibt der Europäischen Union die nötigen Impulse zu ihrer Weiterentwicklung und legt die entsprechenden allgemeinen politischen Leitlinien fest. Der Europäische Rat setzt sich aus den Staats- und Regierungschefs der **Mitgliedstaaten** sowie dem Präsidenten der **Europäischen Kommission** zusammen (siehe auch **EU-Rat**).

Europäisches Parlament (European Parliament): Das Europäische Parlament besteht aus Vertretern der Bürger der EU-**Mitgliedstaaten**. Es ist am Gesetzgebungsprozess in unterschiedlichem Umfang beteiligt, d. h. abhängig von dem Verfahren, nach dem EU-Recht erlassen wird. Im Rahmen der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** besitzt das Parlament überwiegend beratende Befugnisse. Der **EG-Vertrag** sieht gewisse Verfahren vor, welche die demokratische Verantwortung der **Europäischen Zentralbank (EZB)** gegenüber dem Parlament gewährleisten sollen (Vorlage des Jahresberichts, allgemeine Debatte über die Geldpolitik, Anhörungen vor den zuständigen Parlamentsausschüssen).

Europäisches System der Zentralbanken – ESZB (European System of Central Banks – ESCB): Das ESZB besteht aus der **Europäischen Zentralbank (EZB)** und den nationalen Zentralbanken aller 15 **Mitgliedstaaten**, d. h., es umfasst außer den Mitgliedern des **Eurosystems** auch die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, die den **Euro** noch nicht eingeführt haben.

Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 – ESVG 95 (European System of Accounts – ESA 95): Ein System einheitlicher statistischer Definitionen und Klassifikationen, das auf eine harmonisierte quantitative Darstellung der Volkswirtschaften der EU-**Mitgliedstaaten** abzielt. Das ESVG ist die EU-Version des System of National Accounts der Vereinten Nationen. Das ESVG 95 ist das neue statistische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen der EU und wird seit April 1999 gemäß Verordnung (EG) Nr. 2223/96 des **Rates** umgesetzt.

Europäisches Währungsinstitut – EWI (European Monetary Institute – EMI): Das EWI wurde mit Beginn der **zweiten Stufe** der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** (am 1. Januar 1994) für einen befristeten Zeitraum errichtet. Die zwei Hauptaufgaben des EWI waren die Verstärkung der Zusammenarbeit zwischen den nationalen Zentralbanken und der Koordination der Geldpolitik der einzelnen Länder, sowie die Durchführung der Vorarbeiten, die für die Errichtung des **Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)**, die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik und die

Schaffung einer einheitlichen Währung in der **dritten Stufe** erforderlich waren. Das EWI wurde am 1. Juni 1998 nach Errichtung der **Europäischen Zentralbank (EZB)** aufgelöst.

Europäisches Währungssystem – EWS (European Monetary System – EMS): Im Jahr 1979 gemäß der Entschließung des **Europäischen Rates** vom 5. Dezember 1978 errichtetes Wechselkurssystem. Das Abkommen zwischen den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) vom 13. März 1979 legte die Funktionsweise des EWS fest. Ziel war es, in Europa durch eine enge währungspolitische Zusammenarbeit zwischen den Ländern der Gemeinschaft eine Zone der Währungsstabilität zu schaffen. Die Hauptbestandteile des EWS waren: die **ECU**, der EWS-Wechselkursmechanismus (**WKM**) und verschiedene Beistandsmechanismen. Mit Beginn der **dritten Stufe** der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** und der Einführung des **WKM II** verlor dieses System seine Gültigkeit.

Eurostat (Eurostat): Das statistische Amt der Europäischen Gemeinschaften, Eurostat, ist innerhalb der **Europäischen Kommission** für die Erstellung der Statistiken der Gemeinschaft mittels Erhebung und systematischer Bearbeitung von Daten zuständig, die hauptsächlich von den nationalen Behörden im Rahmen umfassender statistischer Fünfjahresprogramme der Gemeinschaft zur Verfügung gestellt werden.

Eurosystem (Eurosystem): Umfasst die **Europäische Zentralbank (EZB)** und die nationalen Zentralbanken der **Mitgliedstaaten**, die den **Euro** in der **dritten Stufe** der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** eingeführt haben (siehe auch **Euro-Währungsgebiet**). Derzeit gehören zwölf nationale Zentralbanken dem Eurosystem an. Das Eurosystem wird vom **EZB-Rat** und dem **EZB-Direktorium** geleitet.

Euro-Währungsgebiet (Euroraum, Eurogebiet) (euro area): Gebiet, das gemäß **EG-Vertrag** jene **Mitgliedstaaten** umfasst, in denen der **Euro** als gemeinsame Währung eingeführt wurde und in denen unter der Verantwortung des **EZB-Rats** eine einheitliche Geldpolitik betrieben wird.

EZB-Direktorium (Executive Board): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Es setzt sich aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und vier weiteren Mitgliedern zusammen, die von den Staats- und Regierungschefs der **Mitgliedstaaten**, die den **Euro** eingeführt haben, ernannt werden.

EZB-Rat (Governing Council): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Er setzt sich aus den Mitgliedern des **EZB-Direktoriums** und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken jener **Mitgliedstaaten** zusammen, die den **Euro** eingeführt haben.

Feinsteuerungsoperation (fine-tuning operation): Unregelmäßiges, vom **Eurosystem** durchgeführtes **Offenmarktgeschäft**, das hauptsächlich darauf abzielt, unerwartete Liquiditätsschwankungen am Markt auszugleichen.

Finanzmärkte (financial markets): Märkte, auf denen diejenigen, die einen Überschuss an Finanzmitteln haben, denjenigen Mittel gewähren, die einen Bedarf an solchen Mitteln haben.

Geldmarkt (money market): Markt, auf dem kurzfristige Mittel aufgenommen, investiert und gehandelt werden, und zwar unter Verwendung von Finanzinstrumenten, die in der Regel eine Ursprungslaufzeit von weniger als einem Jahr haben.

Geldmengensteuerung (monetary targeting): Eine geldpolitische Strategie zur Wahrung der **Preisstabilität**, die auf der Beobachtung von Abweichungen des Geldmengenwachstums von einem Geldmengenziel basiert.

Geldnachfrage (money demand): Grundlegender wirtschaftlicher Zusammenhang, der die Nachfrage der Nicht-MFIs nach Geldbeständen abbildet. Die Geldnachfrage wird häufig in Abhängigkeit von Preisen und von der gesamten Wirtschaftstätigkeit, die als Näherungswert für das Transaktionsvolumen der Volkswirtschaft dienen, sowie in Abhängigkeit von bestimmten Zinssätzen, die die Opportunitätskosten und die Erträge der Geldhaltung messen, ausgedrückt.

Geschäftspartner (counterparty): Kontrahent bei einem Finanzgeschäft (z. B. bei einer Transaktion mit einer Zentralbank).

Grundzüge der Wirtschaftspolitik (Broad Economic Policy Guidelines – BEPGs): Werden einmal jährlich vom **EU-Rat** verabschiedet und sollen als Rahmen für die Festlegung der wirtschaftspolitischen Ziele und Ausrichtungen der **Mitgliedstaaten** und der Europäischen Gemeinschaft dienen.

Harmonisierte langfristige Zinssätze (harmonised long-term interest rates): Protokoll Nr. 21 über die **Konvergenzkriterien** nach Artikel 121 (ex-Artikel 109 j) des **EG-Vertrags** sieht eine Messung der Zinskonvergenz anhand der Zinssätze für langfristige Staatsschuldverschreibungen oder vergleichbare Wertpapiere öffentlicher Emittenten vor, unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Definitionen auf nationaler Ebene. Zu diesem Zweck leistete das **Europäische Währungsinstitut (EWI)** grundlegende Arbeit im Hinblick auf eine Harmonisierung der Statistiken über die langfristigen Zinssätze und erhob Daten von den nationalen Zentralbanken im Auftrag der **Europäischen Kommission (Eurostat)**. Diese Aufgabe hat nunmehr die **Europäische Zentralbank (EZB)** übernommen.

Harmonisierter Verbraucherpreisindex – HVPI (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Der HVPI wurde von der **Europäischen Kommission (Eurostat)** in enger Zusammenarbeit mit den nationalen statisti-

schen Ämtern und dem **Europäischen Währungsinstitut (EWI)** sowie nachfolgend der **Europäischen Zentralbank (EZB)** entwickelt. Der HVPI ist der Preisindikator, anhand dessen die EZB die **Preisstabilität** quantitativ definiert.

Hauptrefinanzierungsgeschäft (main refinancing operation): Regelmäßiges **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in Form einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden im Wege von wöchentlichen **Standardtendern** mit einer Laufzeit von zwei Wochen durchgeführt.

Inflationssteuerung (inflation targeting): Eine geldpolitische Strategie zur Wahrung der **Preisstabilität**, die auf der Beobachtung von Abweichungen der Inflationsprognosen von einem veröffentlichten Inflationsziel basiert.

Investitionen (investment): Bruttoanlageinvestitionen im Sinne des **Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95)**.

Konsolidierte Bilanz der MFIs (consolidated MFI balance sheet): In der konsolidierten Bilanz des Sektors der **Monetären Finanzinstitute** (MFI-Sektor) werden die in der aggregierten Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite, Einlagen von Geldmarktfonds bei MFIs) saldiert. Die konsolidierte Bilanz enthält Informationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet** (z. B. öffentliche Haushalte und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der Geldmengenaggregate. Auf der Grundlage der konsolidierten Bilanz erfolgt auch die regelmäßige Analyse der Gegenposten von **M3**.

Konvergenzkriterien (convergence criteria): In Artikel 121 Absatz 1 des **EG-Vertrags** festgelegte und in Protokoll Nr. 21 näher bestimmte Kriterien als Grundlage für die Beurteilung, ob ein Land für die Teilnahme an der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** in Frage kommt. Die Konvergenzkriterien stellen auf die Leistung hinsichtlich **Preisstabilität**, Finanzlage der öffentlichen Hand, Wechselkursentwicklung sowie Entwicklung der langfristigen Zinssätze ab. Darüber hinaus wird geprüft, inwieweit die nationalen Rechtsvorschriften einschließlich der Satzung der jeweiligen nationalen Zentralbank mit dem EG-Vertrag und der Satzung des **Europäischen Systems der Zentralbanken** und der **Europäischen Zentralbank** vereinbar sind. In den gemäß Artikel 121 Absatz 1 von der **Europäischen Kommission** und dem EWI im Jahr 1998 erstellten Berichten wurde geprüft, ob die einzelnen **Mitgliedstaaten** einen hohen Grad an dauerhafter Konvergenz erreicht hatten; Maßstab hierfür war, ob die einzelnen Mitgliedstaaten diese Kriterien erfüllt hatten.

Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (credit to euro area residents): Ein weit gefasstes Maß für die Kreditvergabe an Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet** (darunter öffentliche Haushalte sowie sonstige Nicht-MFIs) durch den MFI-Sektor. Diese Angabe umfasst **MFI-Buchkredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** und den MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren. Letztere Position enthält Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Schuldverschreibungen einschließlich Geldmarktpapieren. Da Wertpapiere eine Finanzierungsalternative zu Krediten darstellen und Kredite mit Wertpapieren besichert sein können, bieten die auf Basis dieser Definition gelieferten Angaben ein genaueres Bild der Gesamtfinanzierung von Nicht-MFIs durch den MFI-Sektor als der eng gefasste Indikator „Buchkredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet“.

Kreditinstitut (credit institution): Bezieht sich auf ein Institut gemäß der Definition in Artikel 1 Absatz 1 der Richtlinie 2000/12/EG des **Europäischen Parlaments** und des **Rates** vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute. Gemäß dieser Definition ist ein Kreditinstitut (a) ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren, oder (b) ein E-Geld-Institut im Sinne der Richtlinie 2000/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 18. September 2000 über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten.

Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (longer-term refinancing operation): Regelmäßiges **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in Form einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte werden im Wege von monatlichen **Standardtendern** mit einer Laufzeit von drei Monaten durchgeführt.

M1, M2, M3: Siehe **monetäre Aggregate**.

Maastricht-Vertrag: Siehe **EG-Vertrag**.

Mindestbietungssatz (minimum bid rate): Der niedrigste Zinssatz, zu dem **Geschäftspartner** beim Zinstenderverfahren Gebote abgeben können (siehe **Schlüsselzinssätze der EZB**).

Mindestreservebasis (reserve base): Summe derjenigen Bilanzposten (insbesondere Verbindlichkeiten), die die Basis für die Berechnung des Mindestreserve-Solls eines **Kreditinstituts** darstellen.

Mindestreserve-Erfüllungsperiode (maintenance period): Zeitraum, für den die Einhaltung der **Mindestreservepflicht** durch die **Kreditinstitute** berechnet wird. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode des **Eurosystems** beträgt einen Monat, beginnend mit dem 24. eines Monats und endend am 23. des Folgemonats.

Mindestreservepflicht (reserve requirement): Verpflichtung eines **Kreditinstituts**, Mindestreserven bei der Zentralbank zu unterhalten. Nach den Mindestreservevorschriften des **Eurosystems** wird die Höhe der von einem Kreditinstitut zu unterhaltenden Mindestreserven (Mindestreserve-Soll) durch Multiplikation der mindestreservepflichtigen Bilanzpositionen (**Mindestreservebasis**) des Instituts mit den jeweiligen **Mindestreservesätzen** berechnet. Von dem so berechneten Mindestreserve-Soll können die Institute einen pauschalen Freibetrag abziehen.

Mindestreservesatz (reserve ratio): Von der Zentralbank für jede Kategorie mindestreservepflichtiger Bilanzposten festgelegter Satz. Die Sätze werden zur Berechnung des Mindestreserve-Solls verwendet.

Mitgliedstaat (Member State): Mitgliedstaat der Europäischen Union.

Monetäre Aggregate (monetary aggregates): Ein monetäres Aggregat ist definiert als die Summe des **Bargeldumlaufs** zuzüglich jener ausstehenden Verbindlichkeiten von **Monetären Finanzinstituten (MFIs)**, die eine große „Geldnähe“ oder eine hohe Liquidität im weitesten Sinne aufweisen. Nach der Definition des **Eurosystems** umfasst die eng gefasste Geldmenge M1 den Bargeldumlauf sowie **täglich fällige Einlagen** von Ansässigen des Euro-raums (außer Zentralregierungen) bei MFIs des Euroraums. Die Geldmenge M2 umfasst M1 sowie **Einlagen mit vereinbarter Laufzeit** von bis zu zwei Jahren und **Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist** von bis zu drei Monaten. Die weit gefasste Geldmenge M3 umfasst M2 sowie **Repogeschäfte**, Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren. Für das Wachstum von M3 hat der **EZB-Rat** einen Referenzwert bekannt gegeben (siehe auch **Referenzwert für das Geldmengenwachstum**).

Monetäre Finanzinstitute – MFIs (Monetary Financial Institutions – MFIs): Alle Finanzinstitute, die zum Geldschöpfungssektor des **Euro-Währungsgebiets** gehören. Hierzu zählen Zentralbanken, ansässige **Kreditinstitute** im Sinne der Gemeinschaftsgesetzgebung und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

Neutralität des Geldes (neutrality of money): Volkswirtschaftliches Grundprinzip, demzufolge Veränderungen des Geldangebots langfristig nur zu Veränderungen der nominalen und nicht der realen Variablen führen. Daher haben Veränderungen des Geldangebots keine langfristigen Auswirkungen auf Variablen wie reale Produktion, Arbeitslosigkeit oder Realzinsen.

Nominaler effektiver Wechselkurs (nominal effective exchange rate): siehe **effektiver (nominaler/realer) Wechselkurs**.

Offenmarktgeschäft (open market operation): Geldpolitische Operation, die auf Initiative der Zentralbank am **Finanzmarkt** durchgeführt wird und eine der folgenden Transaktionen umfasst: i) endgültiger Kauf oder Verkauf von Vermögenswerten (Kassa und Termin), ii) Kauf oder Verkauf von Vermögenswerten im Rahmen einer **Rückkaufsvereinbarung**, iii) Kreditgewährung oder Kreditaufnahme gegen **Sicherheiten**, iv) Emission von Zentralbank-Schuldverschreibungen, v) Hereinnahme von Einlagen mit einer festen Laufzeit, oder vi) **Devisenswaps** zwischen heimischer und fremder Währung.

Option (option): Eine Option ist ein Finanzinstrument, das den Inhaber berechtigt, aber nicht verpflichtet, bestimmte Vermögenswerte – etwa Anleihen oder Aktien – zu einem im Voraus festgelegten Preis, dem so genannten Ausübungspreis oder Basispreis, (bis) zu einem bestimmten künftigen Zeitpunkt – dem Ausübungstag oder Fälligkeitstag – zu kaufen oder zu verkaufen. Eine Kaufoption (Call-Option) gibt dem Inhaber das Recht, die Vermögenswerte zu einem vereinbarten Ausübungspreis zu erwerben, während eine Verkaufsoption (Put-Option) dem Inhaber das Recht gibt, die Vermögenswerte zu einem vereinbarten Ausübungspreis zu verkaufen.

Pensionsgeschäft – Repogeschäft (repurchase operation – repo): Liquiditätszuführende **befristete Transaktion** auf der Grundlage einer **Rückkaufsvereinbarung**.

Preisstabilität (price stability): Die Gewährleistung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Der **EZB-Rat** hat eine quantitative Definition von Preisstabilität veröffentlicht, um klare Anhaltspunkte für die Erwartungen zukünftiger Preisentwicklungen vorzugeben und zur Transparenz beizutragen. Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als Anstieg des **Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)** für das **Euro-Währungsgebiet** von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat verkündete, dass Preisstabilität nach dieser Definition mittelfristig gewährleistet werden soll. Die Definition legt eine Obergrenze für die gemessene Inflation fest; gleichzeitig macht die Verwendung des Wortes „Anstieg“ in der Definition klar, dass Deflation, d. h. ein anhaltender Rückgang des HVPI-Index, nicht als mit Preisstabilität vereinbar angesehen wird.

Produktionslücke (output gap): Differenz zwischen tatsächlichem und potenziellem Produktionsniveau einer Volkswirtschaft, gemessen in Prozent des Produktionspotenzials. Das Wachstum des potenziellen Produktionsniveaus kann als jenes Wachstum des realen Output interpretiert werden, das mittel- bis langfristig aufrechterhalten werden kann. In der Praxis kann es dem Trendwachstum einer Volkswirtschaft entsprechen. Es ist sehr schwierig, das Produktionspotenzial und damit auch die Produktionslücke in Echtzeit zu schätzen.

Projektionen (projections): siehe **von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen**.

Rat (council): Siehe **EU-Rat**.

Realer effektiver Wechselkurs (real effective exchange rate): siehe **effektiver (nominaler/realer) Wechselkurs**.

Rechenschaftspflicht (accountability): Der Grundsatz, dass eine Institution mit Entscheidungsbefugnis über ihre Handlungen Rechenschaft abzulegen hat.

Referenzwert für das Geldmengenwachstum (reference value for monetary growth): Der **EZB-Rat** weist der Geldmenge eine herausragende Rolle in der einheitlichen Geldpolitik zu, d. h., dass die Geldmengen und deren Gegenposten sehr genau auf ihren Informationsgehalt über zukünftige Preisentwicklungen untersucht werden. Der EZB-Rat unterstreicht dies durch die Bekanntgabe eines Referenzwerts für das Wachstum der Geldmenge **M3**. Der Referenzwert wird auf der Basis von mittelfristigen Annahmen über die trendmäßige Wachstumsentwicklung des BIP und die Umlaufgeschwindigkeit von M3 ermittelt; hierbei wird besonders darauf geachtet, dass er im Einklang mit der Definition des EZB-Rats von **Preisstabilität** steht und der Erreichung dieses Ziels dient. Deutliche oder anhaltende Abweichungen vom Referenzwert für das M3-Wachstum wären im Normalfall als Gefährdung der mittelfristigen Preisstabilität zu interpretieren.

Referenzwert für die Finanzlage (reference value for the fiscal position): Protokoll Nr. 20 über das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** gibt explizite Referenzwerte für die **Defizitquote** (3 % des BIP) bzw. die **Schuldenquote** (60 % des BIP) des Gesamtstaates an (siehe **Stabilitäts- und Wachstumspakt**).

Rentenmarkt (debt securities market): Markt, auf dem Schuldverschreibungen begeben und gehandelt werden. Eine Schuldverschreibung ist das Versprechen, über einen festgelegten Zeitraum hinweg regelmäßige Zahlungen zu leisten.

Rückkaufsvereinbarung (repurchase agreement): Vereinbarung über den Verkauf eines Vermögensgegenstands, die den Verkäufer gleichzeitig berechtigt und verpflichtet, diesen Vermögensgegenstand zu einem bestimmten Preis zu einem späteren Zeitpunkt oder auf Anforderung zurückzukaufen. Eine solche Vereinbarung gleicht wirtschaftlich einem besicherten Kredit, mit dem Unterschied, dass bei einem Kredit rechtlich kein Eigentum an den **Sicherheiten** übertragen wird. Das **Eurosystem** nutzt bei seinen **befristeten Transaktionen** Rückkaufsvereinbarungen mit fester Fälligkeit. Befristete Transaktionen werden in der Geldmenge **M3** berücksichtigt, wenn ein **Monetäres Finanzinstitut (MFI)** als Verkäufer und ein im Euroraum ansässiges Nicht-MFI als Käufer auftritt. Gemäß der Verordnung der Europäischen Zentralbank über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute (EZB/1998/16) werden **Pensionsgeschäfte (Repogeschäfte)** als Verbindlichkeiten aus Einlagen klassifiziert, da sie nicht übertragbar sind. Repogeschäfte sind jedoch nicht in **M2** enthalten, da sie ein engeres Substitutionsverhältnis zu kurzfristigen Wertpapieren haben als zu **Einlagen mit vereinbarter Laufzeit** oder **Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist**.

Darüber hinaus haben sie eher den Charakter des Großkundengeschäfts, wohingegen herkömmliche Bankeinlagen vor allem den Bereich des Privatkunden- und Massengeschäfts betreffen.

Schlüsselzinssätze der EZB (key ECB interest rates): Die Zinssätze, die den geldpolitischen Kurs der **Europäischen Zentralbank (EZB)** vorgeben und vom **EZB-Rat** festgelegt werden. Schlüsselzinssätze der EZB sind: der Zinssatz für **Hauptrefinanzierungsgeschäfte** (der vorgegebene Zinssatz bei Mengentendern und der **Mindestbietungssatz** für Zinstender), der Zinssatz für die **Spitzenrefinanzierungsfazilität** und der Zinssatz für die **Einlagefazilität**.

Schuldenquote (debt ratio): Eines der in Artikel 104 Absatz 2 des **EG-Vertrags** festgelegten fiskalpolitischen **Konvergenzkriterien**. Definiert als „Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen“, wobei „öffentlicher Schuldenstand“ wie in Protokoll Nr. 20 über das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** definiert wird als „Brutto-Gesamtschuldenstand zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors“. „**Staat**“ wird im Sinne des **Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 – ESG 95** verstanden.

Sicherheiten (collateral): Vermögenswerte, die z. B. **Kreditinstitute** zur Besicherung von Krediten der Zentralbank bei dieser als Pfand hinterlegen, sowie Vermögenswerte, welche z. B. die Zentralbank von Kreditinstituten im Zuge von liquiditätszuführenden **Pensionsgeschäften** ankauft.

Spitzenrefinanzierungsfazilität (marginal lending facility): Eine **ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die die **Geschäftspartner** nutzen können, um von einer nationalen Zentralbank Übernachtkredit gegen refinanzierungsfähige **Sicherheiten** und zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten (siehe **Schlüsselzinssätze der EZB**).

Staat (öffentliche Haushalte) (general government): Der Begriff umfasst den Zentralstaat (Zentralregierung), regionale oder lokale Gebietskörperschaften und Sozialversicherungseinrichtungen im Sinne des **Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESG 95)**.

Stabilitäts- und Wachstumspakt (Stability and Growth Pact): Besteht aus zwei Verordnungen des **EU-Rats** („über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken“ sowie „über die Beschleunigung und Klärung des **Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit**“) sowie aus der beim Amsterdamer Gipfel verabschiedeten Entschließung des **Europäischen Rats** vom 17. Juni 1997 über den Stabilitäts- und Wachstumspakt. Ziel des Pakts ist die Gewährleistung einer gesunden öffentlichen Finanzlage in der **dritten Stufe** der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** als Mittel zur Verbesserung der Voraussetzungen für **Preisstabilität** und ein starkes, nachhaltiges Wachstum, das der Schaffung von Arbeitsplätzen förderlich ist. Insbesondere wird als mittel-

fristiges Ziel die Forderung nach einem nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt gestellt, damit die **Mitgliedstaaten** in der Lage sind, normale Konjunkturschwankungen zu bewältigen und zugleich das Defizit der öffentlichen Haushalte unterhalb des **Referenzwertes für die Finanzlage** von 3 % des BIP zu halten. Gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt müssen die an der WWU teilnehmenden Mitgliedstaaten **Stabilitätsprogramme** vorlegen – Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, hingegen weiterhin Konvergenzprogramme.

Stabilitätsprogramm (stability programmes): **Mitgliedstaaten**, die den Euro eingeführt haben, müssen mittelfristige Regierungspläne und Prognosen über die Entwicklung von wirtschaftlichen Eckdaten im Hinblick auf die Erreichung des mittelfristigen Ziels eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts gemäß dem **Stabilitäts- und Wachstumspakt** vorlegen. In diesen Programmen wird vor allem auf die Konsolidierung des Budgets und auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen geachtet. Die Stabilitätsprogramme werden jährlich überarbeitet und von der **Europäischen Kommission** und dem **Wirtschafts- und Finanzausschuss** überprüft. Die Ergebnisse dieser Prüfung dienen dem ECOFIN-Rat als Beurteilungsgrundlage, wobei insbesondere bewertet wird, ob die mittelfristigen Budgetziele einen angemessenen Sicherheitsspielraum zur Vermeidung eines übermäßigen Defizits vorsehen. Mitgliedstaaten, die den **Euro** noch nicht eingeführt haben, müssen laut dem Stabilitäts- und Wachstumspakt jährlich ein Konvergenzprogramm vorlegen.

Standardtender (standard tender): Tenderverfahren, das im **Eurosystem** bei regelmäßigen **Offenmarktgeschäften** verwendet wird. Standardtender werden innerhalb von 24 Stunden durchgeführt. Alle **Geschäftspartner**, welche die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, sind berechtigt, Gebote abzugeben.

Ständige Fazilität (standing facility): Zentralbankfazilität, die von den **Geschäftspartnern** auf ihre eigene Initiative hin in Anspruch genommen werden kann. Das **Eurosystem** bietet zwei ständige Fazilitäten an, und zwar die **Spitzenrefinanzierungsfazilität** und die **Einlagefazilität**.

Swap (swap): Vereinbarung über den Austausch von Zahlungsströmen in der Zukunft zu zuvor vereinbarten Bedingungen (siehe **Devisenswap**).

Täglich fällige Einlagen (overnight deposits): Einlagen mit Fälligkeit am folgenden Tag. Diese Kategorie von Instrumenten umfasst in erster Linie Sichteinlagen, die frei übertragbar sind (durch Scheck oder dergleichen). Sie beinhaltet aber auch nicht übertragbare Guthaben, die auf Antrag oder bis zum Geschäftsschluss des folgenden Tages verfügbar sind. Täglich fällige Einlagen sind in **M1** (und damit auch in **M3**) enthalten.

Terminkontrakt (futures contract): Eine Vereinbarung für den Kauf bzw. Verkauf von Wertpapieren oder Waren zu einem im Voraus festgelegten Preis und künftigen Zeitpunkt.

Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem – TARGET-System (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system – TARGET): Zahlungssystem, das sich aus den nationalen Echtzeit-Bruttosystemen (RTGS-Systemen) der 15 **Mitgliedstaaten** und dem Zahlungsverkehrsmechanismus der **Europäischen Zentralbank (EZB)** zusammensetzt. Die nationalen RTGS-Systeme und der EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus sind durch ein einheitliches Verfahren (Interlinking-Mechanismus) miteinander verbunden, sodass grenzüberschreitende Überweisungen zwischen verschiedenen Systemen in der gesamten Europäischen Union ermöglicht werden.

Transmissionsmechanismus (transmission mechanism): Prozess, durch den sich geldpolitische Entscheidungen auf die Volkswirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen auswirken. Dieser Mechanismus beinhaltet eine Reihe komplexer und häufig miteinander verbundener Transmissionskanäle.

Unabhängigkeit der Zentralbanken (central bank independence): In Artikel 108 (ex-Artikel 107) des **EG-Vertrags** und Artikel 7 der Satzung des **Europäischen Systems der Zentralbanken** und der **Europäischen Zentralbank** ist der Grundsatz der Unabhängigkeit der Zentralbanken festgeschrieben. Bei der Wahrnehmung der ihnen übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die Europäische Zentralbank (EZB) noch eine nationale Zentralbank (NZB) noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der **Mitgliedstaaten** oder anderen 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 NZBen zu beeinflussen.

Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (excessive deficit procedure): Das in Artikel 104 des **EG-Vertrags** niedergelegte und im Protokoll Nr. 20 über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit näher festgelegte Verfahren. Artikel 104 verpflichtet die **Mitgliedstaaten** zur Einhaltung der Haushaltsdisziplin, legt die Bedingungen fest, unter denen die Haushaltslage als zufriedenstellend beurteilt werden kann, und bestimmt die weitere Vorgehensweise für den Fall, dass diese Bedingungen nicht eingehalten werden. Insbesondere werden die fiskalpolitischen **Konvergenzkriterien (Defizitquote und Schuldenquote)** spezifiziert; überdies wird das Verfahren beschrieben, das zu der Entscheidung des **EU-Rats**, dass ein übermäßiges Defizit in einem bestimmten Mitgliedstaat existiert, führt und sich dieser Entscheidung anschließt. Zudem werden weitere Maßnahmen festgelegt für den Fall, dass ein übermäßiges Defizit fort dauert. Der **Stabilitäts- und Wachstumspakt** enthält weitere Bestimmungen zur Klärung und Beschleunigung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit.

Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen (Eurosystem staff projections): Ergebnisse der von Experten des **Eurosystems** durchgeführ-

ten Analysen, die mögliche zukünftige gesamtwirtschaftliche Entwicklungen im **Euro-Währungsgebiet** abschätzen. Projektionen für das Euro-Währungsgebiet werden so erstellt, dass sie sich im Einklang mit den einzelstaatlichen Projektionen befinden. Die Projektionen sind ein Bestandteil der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der **Europäischen Zentralbank (EZB)** und stellen eine der Informationsquellen für die vom **EZB-Rat** vorgenommene Beurteilung der Risiken für **Preisstabilität** dar.

Vorlaufindikatoren (leading indicators): Wirtschaftskennzahlen, die die zukünftige Entwicklung anderer Variablen antizipieren oder geeignete Informationen für deren Prognose enthalten.

Wechselkurssteuerung (exchange rate targeting): Eine geldpolitische Strategie zur Wahrung der **Preisstabilität**, die auf einem stabilen (oder sogar festgelegten) Wechselkurs gegenüber anderen Währungen bzw. Währungsgruppen basiert.

Wirtschafts- und Finanzausschuss (Economic and Financial Committee): Ein beratendes Gemeinschaftsgremium, das mit Beginn der **dritten Stufe** der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** eingesetzt wurde. Jeder **Mitgliedstaat** sowie die **Europäische Kommission** und die **Europäische Zentralbank (EZB)** ernennen jeweils höchstens zwei Ausschussmitglieder. Jeweils ein von den Mitgliedstaaten ernanntes Ausschussmitglied ist leitender Verwaltungsbeamter, das andere ein hoher Beamter der nationalen Zentralbank. In Artikel 114 Absatz 2 des **EG-Vertrags** sind die Aufgabenbereiche des Wirtschafts- und Finanzausschusses angeführt, darunter auch die Beobachtung der Wirtschafts- und Finanzlage der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft.

Wirtschafts- und Währungsunion – WWU (Economic and Monetary Union – EMU): Der **EG-Vertrag** beschreibt den Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion innerhalb der Europäischen Union als dreistufigen Prozess. Die erste Stufe der WWU, die in erster Linie vom Abbau sämtlicher Beschränkungen des freien Kapitalverkehrs innerhalb der EU gekennzeichnet war, begann im Juli 1990 und endete am 31. Dezember 1993. Die zweite Stufe der WWU begann am 1. Januar 1994. Sie sah unter anderem die Errichtung des **Europäischen Währungsinstituts (EWI)**, das Verbot der monetären Finanzierung der öffentlichen Hand, das Verbot eines bevorrechtigten Zugangs der öffentlichen Hand zu Finanzinstituten sowie die Vermeidung übermäßiger Haushaltsdefizite vor. Die dritte Stufe begann am 1. Januar 1999 mit der Übertragung der geldpolitischen Zuständigkeit auf die **Europäische Zentralbank (EZB)** und der Einführung des **Euro**.

WKM – Wechselkursmechanismus (ERM – exchange rate mechanism): Der Wechselkurs- und Interventionsmechanismus des **Europäischen Währungssystems** bestimmte den Wechselkurs der teilnehmenden Währungen mittels eines Leitkurses gegenüber der **ECU**. Mit diesen Leitkursen wurde ein bilaterales Paritätengitter der teilnehmenden Währungen erstellt. Die Wechselkurse durften innerhalb der Bandbreiten um den bilateralen Leitkurs

schwanken. Anpassungen der Leitkurse konnten vorgenommen werden, bedurften jedoch der Zustimmung aller am EWS-Wechselkursmechanismus teilnehmenden Länder. Das WKM verlor mit Beginn der **dritten Stufe** der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** und der Einführung des **WKM II** seine Gültigkeit.

WKM II – Wechselkursmechanismus II (ERM II – exchange rate mechanism II): Der Wechselkursmechanismus, der den Rahmen für die wechselkurspolitische Zusammenarbeit zwischen dem **Euro-Währungsgebiet** und den **EU-Mitgliedstaaten** bildet, die nicht ab Beginn der **dritten Stufe** der **Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** dem Euroraum angehören. Die Teilnahme ist freiwillig; allerdings wird von den Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, erwartet, dass sie sich am Mechanismus beteiligen. Interventionen an den Interventionspunkten der Standard-Schwankungsbandbreiten sowie der engeren Schwankungsbandbreiten erfolgen grundsätzlich automatisch und in unbegrenzter Höhe, wobei eine sehr kurzfristige Finanzierung zur Verfügung steht. Die **Europäische Zentralbank (EZB)** und die teilnehmenden, nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden nationalen Zentralbanken können automatische Interventionen jedoch aussetzen, wenn diese dem vorrangigen Ziel, **Preisstabilität** zu gewährleisten, zuwiderlaufen sollten.

Zinsterminkontrakt (forward rate agreement – FRA): Eine Vereinbarung, bei der sich eine Partei dazu verpflichtet, einer anderen Partei einen festgelegten Zinssatz für einen bestimmten Kapitalbetrag und für einen bestimmten Zeitraum, der zu einem zukünftigen Zeitpunkt beginnt, zu zahlen.

Zwei-Säulen-Strategie (two-pillar strategy): Die geldpolitische Strategie der **Europäischen Zentralbank (EZB)** beruht auf der quantitativen Definition der **Preisstabilität** und auf zwei analytischen Ansätzen („Säulen“), die zur Beurteilung der Risiken für die künftige Preisstabilität beitragen. Die erste Säule weist der Geldmenge eine herausragende Rolle zu – die Geldmengen- und Kreditentwicklung wird sorgfältig auf ihren Informationsgehalt untersucht. Die erste Säule beinhaltet einen **Referenzwert für das Geldmengenwachstum** sowie eine Reihe von Ansätzen, in denen die Geldmengen- und Kreditentwicklung eine Rolle bei der Bestimmung oder der Prognose der künftigen Preisentwicklung spielt. Bei der zweiten Säule handelt es sich um die Analyse einer breiten Palette sonstiger Konjunktur- und Finanzmarktindikatoren. Sie enthält verschiedene Modelle, in denen der Kostendruck und das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf den Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten die Preisentwicklung bestimmen.

Literaturverzeichnis

Kapitel I

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

EZB (1999), Das Eurosystem und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB), *Monatsbericht*, Januar

EZB (1999), Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken, *Monatsbericht*, Juli

EZB (2000), *Jahresbericht 1999*, April

EZB (2000), *Konvergenzbericht 2000*, Mai

Sonstige Dokumente

EWI (1998), *Konvergenzbericht 1998*, März

Padoa-Schioppa, T. (1994), *The road to Monetary Union in Europe: the Emperor, the Kings, and the Genies*, Oxford University Press

Zilioli, C. und M. Selmayr (1999), The European Central Bank, its system and its law (erster Teil), *Euredia*, 2. Ausgabe, S. 187-230

Zilioli, C. und M. Selmayr (1999), The European Central Bank, its system and its law (zweiter und dritter Teil), *Euredia*, 3. Ausgabe, S. 307-364

Kapitel 2

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

EZB (1999), Das Euro-Währungsgebiet zu Beginn der dritten Stufe, *Monatsbericht*, Januar

EZB (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*, Februar

EZB (1999), Der Bankensektor im Euroraum: strukturelle Merkmale und Entwicklungen, *Monatsbericht*, April

- EZB (1999), Die Bilanzen der Monetären Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets zu Beginn des Jahres 1999, *Monatsbericht*, August
- EZB (2000), Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach Einführung des Euro: Wesentliche Merkmale und Veränderungen in der Finanzstruktur, *Monatsbericht*, Januar
- EZB (2000), Der Außenhandel des Euro-Währungsgebiets: Strukturen und Tendenzen, *Monatsbericht*, August
- EZB (2001), Das Euro-Währungsgebiet nach dem Beitritt Griechenlands, *Monatsbericht*, Januar
- EZB (2001), Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, Februar
- EZB (2001), *TARGET-Jahresbericht*, Mai
- EZB (2001), Finanzierung und Geldvermögen(sbildung) der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, Mai

Sonstige Dokumente

- Europäische Kommission (1990), Ein Markt, eine Währung, *Europäische Gemeinschaft*, Sonderausgabe, Nr. 1
- Fabiani, S. und R. Mestre (2000), Alternative measures of the NAIRU in the euro area: estimates and assessment, *EZB-Diskussionspapier Nr. 17*, März
- Layard, P.R.G., S. Nickell and R. Jackman (1991), *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labour Market*, Oxford University Press
- Noyer, C. (1998), The euro in the global financial market, *Economic and Financial Review*, Nr. 5, S. 167-175
- Roseveare, D. et al. (1996), Ageing populations, pension systems and government budgets: Simulations for 20 OECD countries, *Diskussionspapier Nr. 168 des OECD Economics Department*
- Santillán, J., M. Bayle und C. Thygesen (2000), The impact of the euro on money and bond markets, *Occasional Paper Nr. 1 der EZB*, Juli

Kapitel 3

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

- EZB (1999), Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, *Monatsbericht*, Januar
- EZB (1999), Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, *Monatsbericht*, Februar
- EZB (2000), *Erhebung und Aufbereitung statistischer Daten durch das ESZB*, Mai
- EZB (2000), Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet, *Monatsbericht*, Juli
- EZB (2000), *Anforderungen im Bereich der allgemeinen Wirtschaftsstatistik*, August
- EZB (2000), Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB, *Monatsbericht*, November
- EZB (2001), Beurteilung der allgemeinen Wirtschaftsstatistik für den Euroraum, *Monatsbericht*, April
- EZB (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, Bericht, Juni

Sonstige Dokumente

- Brand, C. und N. Cassola (2000), A money demand system for euro area M3, *EZB-Diskussionspapier Nr. 39*, November
- Calza, A., A. Jung und L. Stracca (2000), An econometric analysis of the main components of M3 in the euro area, *Review of World Economics*, Nr. 136, Seite 680-701
- Calza, A., C. Gartner und J. Sousa (2001), Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area, *EZB-Diskussionspapier Nr. 55*, April
- Coenen, G. und J.-L. Vega (1999), The demand for M3 in the euro area, *EZB-Diskussionspapier Nr. 6*, September
- Duisenberg, W. (2000), *From the EMI to the ECB*, Rede auf dem Symposium anlässlich des zweihundertjährigen Bestehens der Banque de France, Paris, 30. Mai 2000

- Domingo-Solans, E. (2000), *Monetary policy under inflation targeting*, Beitrag zur vierten Jahreskonferenz des Banco Central de Chile, Santiago de Chile
- EZB und das Center for Financial Studies der Johann Wolfgang Goethe Universität in Frankfurt (1999), *Monetary policy-making under uncertainty*, Konferenz vom 3. und 4. Dezember 1999, Frankfurt am Main
- EZB (2001), *Why price stability?* (Erste EZB-Zentralbankkonferenz), Frankfurt am Main
- EZB (2001), *Monetary analysis: Tools and applications* (Sitzungsprotokoll), Frankfurt am Main
- Fagan, G., J. Henry und R. Mestre (2000), An area-wide model (AWM) for the euro area, *EZB-Diskussionspapier Nr. 42*, Dezember
- Issing, O. (1999), The Eurosystem: Transparent and Accountable, *Journal of Common Market Studies*, Nr. 37 (3), S. 503-519
- Issing, O. (2000), The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation, *Kredit und Kapital*, Nr. 15, S. 353-388
- Issing, O., V. Gaspar, I. Angeloni und O. Tristani (2001), *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*
- Nicoletti-Altimari, S. (2001), Does money lead inflation in the euro area?, *EZB-Diskussionspapier Nr. 63*, Mai
- Stracca, L. (2001), The functional form of the demand for euro area M1, *EZB-Diskussionspapier Nr. 51*, März
- Winkler, B. (2000), Which kind of transparency? On the need for clarity in monetary policy-making, *EZB-Diskussionspapier Nr. 26*, August

Kapitel 4

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

- EZB (1999), Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung, *Monatsbericht*, Mai
- EZB (2000), Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, *Monatsbericht*, Juli

EZB (2000), *Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems*, November

EZB (2001), *Die Rahmenregelungen für Sicherheiten des Eurosystems*, Monatsbericht, April

Sonstige Dokumente

Bindseil, U. und F. Seitz (2001), *The supply and demand for Eurosystem deposits - the first 18 months*, EZB-Diskussionspapier Nr. 44, Februar

Blenck, D. (2000), *Main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem*, Beitrag zur EZB-Konferenz über den Handlungsrahmen des Eurosystems und die Finanzmärkte vom 5.-6. Mai 2000 in Frankfurt am Main, www.ecb.int

Blinder, A.S. (1998), *Central banking in theory and practice*, MIT Press

Borio, C. (1997), *Monetary policy operating procedures in industrial countries, Implementation and tactics of monetary policy*, BIZ-Konferenzpapier Nr. 3, S. 286-368

EWI (1997), *The single monetary policy in Stage Three – Specification of the operational framework*, Januar

Hämäläinen, S. (2000), *The operational framework of the Eurosystem*, Beitrag zur EZB-Konferenz über den Handlungsrahmen des Eurosystems und die Finanzmärkte vom 5.-6. Mai 2000 in Frankfurt am Main, www.ecb.int

Manna, M., H. Pill und G. Quirós (2001), *The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy*, *International Finance*, Ausgabe 4 (1)

Kapitel 5

Amtliche EZB-Veröffentlichungen

EZB (2000), *Geldpolitische Beschlüsse im Rahmen der Strategie des Eurosystems*, *Jahresbericht 1999*, Kapitel I

EZB (2001), *Überblick: Geldpolitische Beschlüsse im Jahr 2000*, *Jahresbericht 2000*, Kapitel I

Sonstige Dokumente

Duisenberg, W. F. (1998, 1999 und 2000), *Einleitende Bemerkungen anlässlich der Anhörung vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments*, 8. Dezember 1998, 18. Januar 1999, 19. April 1999, 29. November 1999, 20. März 2000, 20. Juni 2000, 12. September 2000 und 23. November 2000

Issing, O. (2000), The ECB's monetary policy: experience after the first year, *Journal for Policy Modelling*, Nr. 22 (3), S. 325-343

Issing, O. (2001), The euro - the experience of the past 2 years, *Journal of Asian Economics*, Nr. 12, S. 1-20

Index

Aktienmarkt	31-34, 139
Anleihemarkt	139
Bargeldumlauf	36-37, 139
Befristete Transaktion	69-70, 75-77, 139
Defizitquote	20-23, 139
Derivatemarkt	27, 140
Devisenswap	70, 76, 84, 140
Dritte Stufe der WWU	7-8, 19, 21, 27, 31, 55, 67, 73, 78-79, 88-90, 142
ECOFIN	12, 45, 142
ECU (Europäische Währungseinheit)	140
Effektive Wechselkurse	140
EG-Vertrag	7, 9-12, 21-22, 41-43, 46, 63-64, 99-117, 140
Einlagefazilität	69-73, 81-85, 91, 95-96, 141
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist	36, 141
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit	36, 141
Endgültiger Kauf bzw. Verkauf	76, 141
EONIA (Euro Overnight Index Average)	27, 72, 141
Erweiterter Rat der EZB	142
Erwerbsbeteiligung	16, 18-19, 142
EU-Rat	13, 21-22, 45, 142
EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)	27, 142
Euro	9-10, 142
Europäische Kommission	13, 22, 44-45, 59
Europäische Wirtschaftsgemeinschaft (EWG)	140, 144
Europäische Zentralbank (EZB)	7, 9-13, 143
Europäisches Parlament	13, 63-64, 143
Europäisches System der Zentralbanken (ESZB)	9-10, 143
Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamt- rechnungen 1995 (ESVG 95)	143
Europäisches Währungsinstitut (EWI)	44, 143
Europäisches Währungssystem (EWS)	55, 144
Eurostat	44-45, 59, 144
Eurosystem	9-11, 144
Euro-Währungsgebiet	9, 15-39, 144
EZB-Direktorium	11, 144
EZB-Rat	11, 42, 44-52, 144
Feinsteuersoperation	73, 75-77, 84, 87, 145
Finanzmärkte	25-33, 43, 57, 72, 92, 97, 145
Geldmarkt	26-30, 34-38, 47, 50, 67-90, 145
Geldmengensteuerung	54, 65, 145
Geldnachfrage	52-56, 145
Geschäftspartner	71, 145

Grundzüge der Wirtschaftspolitik	22, 45, 145
Harmonisierte langfristige Zinssätze	145
Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI)	42-45, 58, 92, 145
Hauptrefinanzierungsgeschäft	47, 69-77, 81-96, 146
Inflationssteuerung	54-55, 65, 146
Investitionen	20, 146
Konsolidierte Bilanz der MFIs	35, 146
Konvergenzkriterien	9, 146
Kredit	26, 29, 47-48, 52, 90, 92, 95-96, 147
Kreditinstitut	25-26, 34-35, 68, 71, 78, 85, 147
Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft	73-75, 84-87, 147
M1	36, 55, 91, 93, 147
M2	36-37, 148
M3	36-37, 52-56, 90-93, 95-96, 147
Mindestreservebasis	77-80, 147
Mindestreserve-Erfüllungsperiode	79-86, 147
Mindestreservepflicht	71, 73, 77-81, 148
Mindestreservesatz	78-80, 148
Mitgliedstaat	9-12, 19-22, 44, 71-72, 76, 148
Monetäre Aggregate	36-37, 47, 52-53, 55, 61-62, 90, 92, 95, 148
Monetäre Basis	67
Monetäre Finanzinstitute (MFIs)	25-39, 148
Neutralität des Geldes	46, 148
Nominaler effektiver Wechselkurs	24-25, 148
Offenmarktgeschäft	67-84, 87, 149
Option	30, 149
Pensionsgeschäft	149
Preisstabilität	7, 9-15, 19, 22, 41-67, 89-97, 149
Produktionslücke	149
Projektionen	59-61, 153
Realer effektiver Wechselkurs	24-25, 150
Rechenschaftspflicht	63, 150
Referenzwert für das Geldmengenwachstum	53-56, 89-95, 150
Referenzwert für die Finanzlage	21, 150
Rentenmarkt	31, 150
Repogeschäft	36-37, 78, 149
Rückkaufsvereinbarung	69, 71, 76, 150
Schlüsselzinssätze der EZB	72-73, 95-96, 151
Schuldenquote	20, 151
Sicherheiten	69, 71-72, 151
Spitzenrefinanzierungsfazilität	69-73, 81-85, 91, 95-96, 151
Staat (öffentliche Haushalte)	16, 19-23, 28-29, 31, 151
Stabilitäts- und Wachstumspakt	19-21, 151
Stabilitätsprogramm	21, 152
Standardtender	74-77, 152
Ständige Fazilität	73, 84, 152

Swaps	27, 30, 70, 76, 84, 152
Täglich fällige Einlagen	36-37, 78, 152
TARGET-System	27, 153
Terminkontrakt	30, 152
Transmissionsmechanismus	41, 45-52, 61-62, 68, 153
Transparenz	35, 41, 43, 63-65, 68
Unabhängigkeit der Zentralbanken	12, 63, 153
Verfahren bei einem übermäßigen Defizit	21, 104-105, 153
Von Experten des Eurosystems erstellte Projektionen	59-61, 153
Vorlaufindikatoren	47, 53, 62
Wechselkurssteuerung	55, 154
Wirtschafts- und Finanzausschuss	111-112, 154
Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)	7, 154
Zinsterminkontakt	30, 155
Zwei-Säulen-Strategie	41-65, 155

2001



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK