



### ● Die Steuerung der Geldmenge über den Geldmarkt

Ausgangspunkt für die Beeinflussung der Kreditgewährung und Giralgeldschöpfung der Banken ist der Bedarf an Zentralbankgeld, der mit der Geldschöpfung einhergeht. Die Kreditinstitute müssen stets darauf vorbereitet sein, dass sich ihre Kundschaft einen Teil ihrer Einlagen wieder bar ausbezahlen lässt. Außerdem sind sie verpflichtet, in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes dieser Einlagen Guthaben beim Eurosystem als Mindestreserve zu unterhalten. Beides ist Zentralbankgeld, das die Banken nicht selbst schaffen können. Sie können es sich nur durch Geschäfte mit der Zentralbank besorgen. Das Monopol der Zentralbank auf Zentralbankgeld ist somit der Hebel, mit dem sie auf die Geschäftstätigkeit der Kreditinstitute Einfluss nimmt.

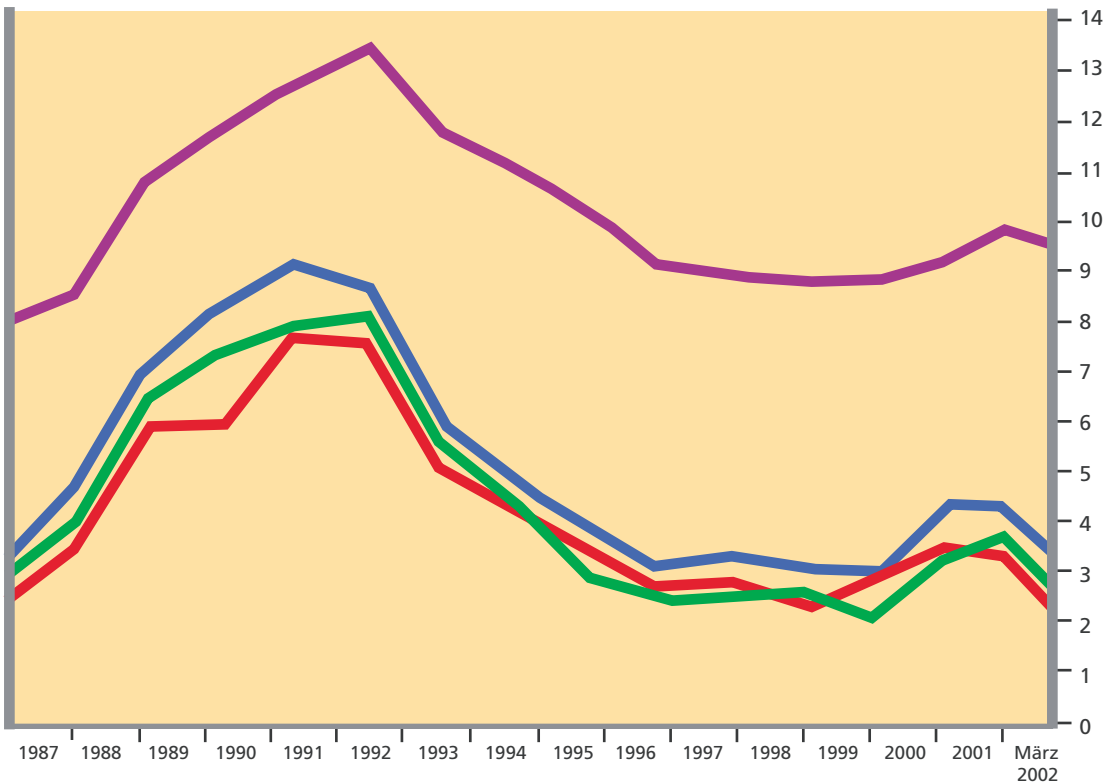
**Bedarf an Zentralbankgeld als Basis**

Das heißt nun nicht, dass jedes einzelne Geldinstitut auf die Bereitstellung von Zentralbankguthaben durch die Notenbank angewiesen wäre. Banken haben nämlich auch die Möglichkeit, Zentralbankgeld bei anderen Kreditinstituten aufzunehmen, die über überschüssige Liquidität verfügen. Man nennt diesen Markt, der dem kurzfristigen Ausgleich von Liquiditätsüberschüssen und -defiziten im Bankensystem dient, den Geldmarkt. Er wird nicht an einem bestimmten Ort abgehalten. Vielmehr werden Zentralbankguthaben telefonisch bzw. elektronisch zwischen den einzelnen Banken gehandelt. Je nach der Fristigkeit unterscheidet man Märkte für Tagesgeld, für Monatsgeld, für Dreimonatsgeld usw.

**Ansatzpunkt Geldmarkt**

Eine zentrale Rolle spielt dabei der Tagesgeldmarkt. Er steht gleichsam in Konkurrenz zu Geschäften mit der Zentralbank. Die Sätze am Geldmarkt richten sich deshalb in starkem Maße nach den Bedingungen, zu denen die Notenbank den Kreditinstituten Zentralbank-

## Zinsentwicklung (in Prozent)



- Kontokorrentkredite
- Pensionssatz (ab 1999 Hauptrefinanzierungssatz)
- Einmonatsfestgelder
- Diskontsatz (ab 1999 Einlagesatz)

guthaben anbietet. Je knapper und teurer diese im „Direktverkehr“ mit der Notenbank zu haben sind, desto mehr Zinsen müssen dafür auch am Geldmarkt entrichtet werden. Je reichlicher und zinsgünstiger sie von der Zentralbank angeboten werden, desto billiger werden sie am Geldmarkt zu haben sein.

### Zinsübertragung auf andere Finanzmärkte

Die Knappheitsverhältnisse und die Zinsen am Geldmarkt bleiben nicht ohne Einfluss auf die Zinsen im Einlagen- und Kreditgeschäft der Geld- und Kreditinstitute mit Nichtbanken. So versuchen die Institute z. B. bei knapper Bankenliquidität, Einlagen von Nichtbanken an sich zu ziehen. Dafür zahlen sie den Anlegern höhere Zinsen, die sie ihrerseits in Form von steigenden Kreditzinsen an ihre Kunden weitergeben. Die kürzerfristigen Bankzinsen folgen deshalb in der Regel den Geldmarktsätzen. Im Gefolge des Zinsanstiegs lässt die Kreditvergabe der Banken nach, da sie bei weiteren Zinssteigerungen befürchten müssen, dass ausgeliehene Mittel auf die Dauer weniger Zinsen bringen, als sie letztlich kosten. Schließlich schränken die Banken ihren Wertpapiererwerb ein, denn steigende kurzfristige Zinsen führen häufig zu fallenden Wertpapierkursen. Die Zinssteigerungen übertragen sich dadurch auf die langfristigen Finanzmärkte

Doch ist hier der Zusammenhang nicht so eindeutig. Die langfristigen Zinsen werden von vielen Faktoren beeinflusst. Wenn z. B. die Konjunktur boomt und die Ertragsersparungen der Investoren günstig sind, fragen sie mehr Kapital nach, und die Zinsen steigen. Ebenso ist es, wenn die Inflationserwartungen zunehmen. Dann verlangen die Anleger gewissermaßen eine höhere Inflationsprämie zum Ausgleich des absehbaren Substanzverlustes bei einer langfristigen Geldanlage. Schließlich ist der Kapitalmarkt ein „globalisierter“ Markt. Hier agieren international ausgerichtete Anleger, die teilweise sehr kurzfristige Strategien betreiben. Zinsauschläge im Ausland, insbesondere in den USA, können dadurch schnell auf den europäischen Kapitalmarkt übertragen werden.

Der Einfluss der Notenbank auf die Kapitalmarktzinsen ist deshalb begrenzt. Sofern eine Senkung der Notenbankzinsen etwa zu einer höheren Inflationserwartung führt, werden die Kapitalmarktzinsen nicht sinken, sondern steigen. Die Geldpolitik tut deshalb gut daran, durch eine überzeugende Stabilitätspolitik Vertrauen an den Märkten zu schaffen und so zu niedrigeren langfristigen Zinsen beizutragen, die für die Finanzierung der Wirtschaft so wichtig sind.

Als Folge eines Zinsanstiegs schwächt sich nicht nur die Kreditbereitschaft der Banken, sondern auch die Kreditnachfrage der Wirtschaft ab. Geschäfte, die sich bisher noch lohnten, werden bei hohen Zinsen uninteressant. Außerdem regen höhere Zinsen die Geldkapitalbildung bei den Kreditinstituten an. Bei hohen Zinsen für längerfristige Anlagen lohnt es sich, mehr zu sparen und die Ersparnisse längerfristig anzulegen. Dies „bremst“ das Geldmengenwachstum und die Ausgabentätigkeit. Umgekehrt läuft der Vorgang bei fallenden Zinsen ab: Die Kreditvergabebereitschaft der Banken und die Kreditnachfrage der Wirtschaft nehmen zu. Gleichzeitig lässt die Neigung nach, Geldvermögen längerfristig anzulegen. Das Wachstum der Geldbestände beschleunigt sich.

**Kreditgewährung  
und  
Geldkapitalbildung**

Allerdings braucht dieser Übertragungsprozess Zeit. Zudem lässt er sich nicht exakt steuern. Wie schnell die Geldmenge und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wachsen, hängt nämlich nicht nur von der Zentralbank, sondern auch vom Verhalten der Kreditinstitute und der Wirtschaft ab. Die Geld- und Kreditnachfrage der Wirtschaft wird nicht nur von den Zinsen, sondern auch von vielen anderen Faktoren beeinflusst, z. B. von der Konjunkturlage und den Inflationserwartungen. Wenn die Konjunktur „boomt“ und die Inflationserwartungen hoch sind, bremsen steigende Zinsen weniger als im umgekehrten Fall. In ähnlicher Weise können fallende und niedrige Zinsen die Konjunktur bei ausgeprägtem Pessimismus unter Umständen nur sehr langsam anregen.

**indirekte  
Steuerung**

### ● Die geldpolitischen Instrumente

Zur Erreichung seiner Ziele stehen dem Eurosystem eine Reihe geldpolitischer Instrumente zur Verfügung. Es führt Offenmarktgeschäfte durch, bietet ständige Fazilitäten an und verlangt, dass die Kreditinstitute Mindestreserven bei ihm unterhalten.

## Offenmarktpolitik im Zentrum

Im Zentrum steht dabei die Offenmarktpolitik. So wird der Kauf und Verkauf von Wertpapieren durch die Zentralbank für eigene Rechnung „am offenen Markt“ bezeichnet. Bei diesem Geschäft stehen nicht – wie bei den ständigen Fazilitäten – die bilateralen Beziehungen zwischen der Notenbank und einzelnen Banken im Vordergrund. Vielmehr wendet sich die Notenbank unmittelbar an den „anonymen Markt“.



Offenmarktpolitik ist ein typisches Geldmarktinstrument. Der Handel kann mit kurz- und langlaufenden Wertpapieren betrieben werden. Der Kauf von Wertpapieren ist sowohl bei Banken als auch bei Nichtbanken möglich. Dabei kann die Notenbank Wertpapiere „endgültig“ (outright) oder nur für eine bestimmte Zeit ankaufen (bzw. verkaufen). Im zweiten Fall muss sich z. B. die verkaufende Bank verpflichten, die Papiere nach einer bestimmten Zeit (z. B. nach vierzehn Tagen) wieder zurückzukaufen. Ein Offenmarktgeschäft mit Rückkaufsvereinbarung nennt man auch ein Pensionsgeschäft, weil das Wertpapier für eine kurze Zeitspanne gewissermaßen „in Pension“ gegeben wird, bevor man es wieder zurücknimmt.

## Wertpapierpensionsgeschäfte

Diese Wertpapierpensionsgeschäfte oder Repos waren seit langem schon das Hauptsteuerungsinstrument der Deutschen Bundesbank am Geldmarkt. Dabei kaufte sie von den Banken für eine bestimmte Zeit (z. B. für 14 Tage) festverzinsliche Wertpapiere an, die an der Börse notiert waren. Gegenüber einem „endgültigen“ Ankauf von längerfristigen Wertpapieren haben Pensionsgeschäfte den Vorteil, dass damit den Kreditinstituten nur für einen begrenzten Zeitraum Zentralbankguthaben zur Verfügung gestellt werden. Sie sind also sehr flexibel. Außerdem haben Wertpapierpensionsgeschäfte keinen Einfluss auf die Wertpapierkurse (im Gegensatz zu „definitiven“ An- und Verkäufen etwa von öffentlichen Anleihen am Rentenmarkt). Schließlich geht bei ihnen die Initiative immer von der Zentralbank aus und nicht – wie im Rahmen von festen Refinanzierungslinien wie der Spitzenrefinanzierungsfazilität – von den Banken.

## Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Das Eurosystem knüpft gewissermaßen nahtlos an die von der Bundesbank praktizierte Offenmarktpolitik an. Es stellt Zentralbankgeld ebenfalls vornehmlich über so genannte befristete Transaktionen zur Verfügung. Damit steuert es die Zinsen und die Liquidität am Geldmarkt und gibt Signale hinsichtlich seines geldpolitischen Kurses. Dabei stehen die wöchentlich im Ausschreibungswege durchgeführten 14-tägigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte im Mittelpunkt.

## Basistender

Daneben wird zusätzlich einmal im Monat ein Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von drei Monaten angeboten, der so genannte Basistender. Er orientiert sich mit seiner Laufzeit an der Höchstlaufzeit der früher von der Bundesbank im Wechselrediskont angekauften Wechsel. Den traditionellen deutschen Rediskontkredit gibt es nämlich im Eurosystem nicht mehr. Der Grund dafür liegt darin, dass dieses Instrument (mit einem Vorzugszins und als Folge davon einer mengenmäßigen Begrenzung, den so genannten Rediskontkontingen-

## Geldpolitische Operationen des Eurosystems

Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart		Laufzeit	Rhythmus	Verfahren
	Liquiditätsbereitstellung	Liquiditätsabschöpfung			
<b>OFFENMARKTGESCHÄFTE</b>					
Hauptrefinanzierungsinstrument	● Befristete Transaktionen	–	● Zwei Wochen	● Wöchentlich	● Standardtender
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	● Befristete Transaktionen	–	● Drei Monate	● Monatlich	● Standardtender
Feinsteuerungsoperationen	● Befristete Transaktionen	● Devisenswaps	● Nicht standardisiert	● Unregelmäßig	● Schnelltender
	● Devisenswaps	● Hereinnahme von Termineinlagen			
	● Definitive Käufe	● Befristete Transaktionen	–	● Unregelmäßig	● Bilaterale Geschäfte
Strukturelle Operationen	● Befristete Transaktionen	● Emission von Schuldverschreibungen	● Standardisiert/nicht standardisiert	● Regelmäßig und unregelmäßig	● Standardtender
	● Definitive Käufe	● Definitive Verkäufe	–		
<b>STÄNDIGE FAZILITÄTEN</b>					
Spitzenrefinanzierungsfazilität	● Befristete Transaktionen	–	● Über Nacht	● Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner	
Einlagefazilität	–	● Einlagenannahme	● Über Nacht	● Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner	

ten) in den übrigen Ländern der Währungsunion nur wenig verbreitet war. Der Basistender erhält aber gewissermaßen Vorzüge des Diskontkredits. Er ermöglicht den Banken in Deutschland weiterhin eine etwas längerfristige Zentralbankgeldversorgung und trägt so zur Planungssicherheit und zur Verstetigung des Geldmarkts bei.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Basistender werden den Banken im Wege der Ausschreibung angeboten. Dabei gibt es zwei Verfahren: Beim so genannten Mengentender legt das Eurosystem den Zins fest, und die Kreditinstitute nennen in ihren Geboten lediglich die Beträge, über die sie Wertpapiere an das Eurosystem abzugeben wünschen. Die Europäische Zentralbank teilt dann denjenigen Betrag zu, der ihren liquiditätspolitischen Vorstellungen entspricht. Die Einzelgebote werden dabei gleichmäßig, d. h. mit demselben Prozentsatz „bedient“ oder „repartiert“.

### Mengentender

Beim Zinstender müssen die Kreditinstitute nicht nur Gebote über die gewünschte Menge abgeben, sondern auch den Zins nennen, zu dem sie bereit sind, Refinanzierungsgeschäfte abzuschließen. Wenn sie zu niedrige Zinsen bieten, laufen sie Gefahr, bei der Zuteilung leer auszugehen. Umgekehrt haben sie bei hohen Zinsgeboten die Chance einer vollen Zuteilung. Gebote zu dem gerade noch zum Zuge kommenden Satz werden auch hier gegebenenfalls repartiert. Beim längerfristigen Refinanzierungsgeschäft setzt das Eurosystem in der

### Zinstender

Regel den Zinstender ein. Das bedeutet, dass es die Zinsfindung dem Markt überlässt. Der Grund dafür ist, dass die Europäische Zentralbank mit diesem Instrument keine geldpolitischen Signale geben möchte.

### **Übergang zum Zinstender mit Mindestbietungssatz**

Während das Eurosystem bis Juni 2000 beim Hauptrefinanzierungsgeschäft stets den Mengentender einsetzte, benutzt es seither den Zinstender. Der Grund für den Wechsel liegt darin, dass die Banken beim Mengentender so hohe Gebote abgaben, dass die Repartierungsquote schließlich unter ein Prozent sank. Das Eurosystem legt beim Zinstender einen Mindestbietungssatz fest. Damit gibt es zum einen geldpolitische Signale und kann zum anderen einen unerwünschten Zinsrückgang am Geldmarkt verhindern. Doch besteht bei diesem Vorgehen die Gefahr, dass die Banken zu niedrige Gebote abgeben, wenn sie einen Zinsrückgang am Geldmarkt erwarten. Als Folge davon fehlt Liquidität am Geldmarkt, und der Tagesgeldsatz steigt.

### **Verpfändung**

Während die Deutsche Bundesbank früher im Rahmen ihrer Pensionsgeschäfte Wertpapiere angekauft hat, nimmt sie jetzt notenbankfähige Aktiva bei befristeten Transaktionen nur noch zum Pfand herein. Deshalb spricht man jetzt nicht mehr von Wertpapierpensionsgeschäften, sondern neutraler von befristeten Refinanzierungsgeschäften. Wirtschaftlich besteht freilich kein Unterschied.

### **Feinsteuerung**

Neben dem Hauptrefinanzierungsgeschäft und dem Basistender stehen dem Eurosystem so genannte Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen zur Verfügung. Feinsteuerungsoperationen werden von Fall zu Fall eingesetzt, um die Auswirkungen unerwarteter Liquiditätsschwankungen auf die Zinssätze auszugleichen. Die Feinsteuerung erfolgt in der Regel ebenfalls über befristete Transaktionen. Ein Beispiel dafür ist die Hereinnahme einer Termineinlage. Ein anderes wäre ein so genanntes Devisenswapgeschäft. Dabei übernimmt das Eurosystem von den Banken für kurze Zeit Devisen gegen Zentralbankguthaben, die von den Banken nach Ablauf dieser Zeit wieder zurückgenommen werden müssen. Auch kann das Eurosystem Devisen für einen befristeten Zeitraum verkaufen.

### **strukturelle Operationen**

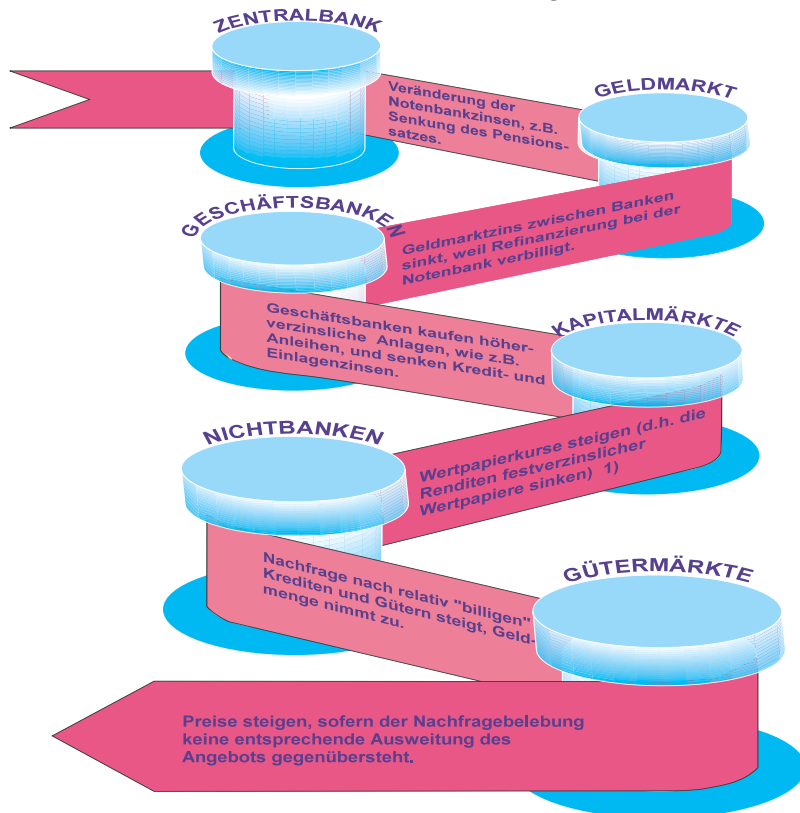
Die strukturellen Operationen sollen in der Regel dazu dienen, die Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem Eurosystem langfristig zu beeinflussen. Ist z. B. das Liquiditätsdefizit der Banken aus der Sicht des Eurosystems zu gering, so dass die Banken zur Deckung ihres Zentralbankgeldbedarfs nicht auf Refinanzierungsgeschäfte mit dem Eurosystem angewiesen sind, die geldpolitischen Instrumente also nicht „greifen“, kann es dieses z. B. durch die Ausgabe von Schuldverschreibungen erhöhen und die Banken somit wieder in die Refinanzierung zwingen.

### **Spitzenrefinanzierungsfazität**

Neben der Offenmarktpolitik gehören zum Instrumentarium des Eurosystems zwei so genannte ständige Fazilitäten. Dabei handelt es sich zum einen um eine Spitzenrefinanzierungsfazität, die dazu dient, „Übernachtliquidität“ zu einem vorgegebenen Zinssatz bereitzustellen und so ein „Ausbrechen“ des Tagesgeldsatzes nach oben zu begrenzen. Diese Fazilität entspricht praktisch dem früheren deutschen Lom-

## Die Transmission geldpolitischer Impulse durch die Wirtschaft

(Schematische und stark vereinfachte Darstellung)



1) Sofern Zinssenkung der Notenbank nicht zur Erwartung einer höheren Inflation führt.

bardkredit. Die Banken können darauf bei den nationalen Zentralbanken von sich aus und – sofern sie entsprechende Sicherheiten haben – praktisch unbegrenzt „über Nacht“ zurückgreifen. Am nächsten Tag müssen sie den Kredit dann wieder zurückzahlen. Auch dieser Kredit wird auf Pfandbasis abgewickelt. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität ist höher als der Satz im Hauptrefinanzierungsgeschäft. Er bildet im Allgemeinen die Obergrenze für den Tagesgeldsatz, da keine Bank, die ausreichend Sicherheiten hat, am Geldmarkt mehr zahlen wird, als sie bei der Notenbank für einen Übernachtskredit bezahlen muss.

Um ein zu starkes Absacken des Tagesgeldsatzes nach unten zu verhindern, hat das Eurosystem zum anderen eine so genannte Einlagefazilität geschaffen. Das heißt, dass die Kreditinstitute überschüssige Zentralbankguthaben bis zum nächsten Geschäftstag bei den nationalen Zentralbanken zu einem festen Zins anlegen können. Dieser Zins ist natürlich niedriger als der Satz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bzw. für das Hauptrefinanzierungsinstrument. Er bildet im Allgemeinen die Untergrenze des Tagesgeldsatzes. Keine Bank wird sich bei der Geldausleihe an andere Banken mit weniger Zinsen begnügen, als sie bei einer Anlage bei der Notenbank erhält.

### Zinskanal am Geldmarkt

Im Ergebnis bewegen sich deshalb die Zinssätze am Geldmarkt innerhalb eines Korridors, der durch die Zinsen für die Spitzen- und die Einlagefazilität begrenzt ist. Innerhalb dieses Kanals orientieren sie sich weitgehend am Satz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft. Dieser Zusammenhang erlaubt der Europäischen Zentralbank – ähnlich wie früher der Deutschen Bundesbank – mit ihren Hauptrefinanzierungsoperationen die Geldmarktsätze steuern zu können. Sie ist in der Lage, die Zinsentwicklung am Tagesgeldmarkt zu verstetigen als auch die Geldmarktzinsen flexibel in die eine oder andere Richtung zu drängen.

### Sicherheiten

Um den von Land zu Land unterschiedlichen Finanzmarktstrukturen und Zentralbankgepflogenheiten Rechnung zu tragen, gibt es im Eurosystem zwei Gruppen von Sicherheiten, die von den Kreditinstituten zur Deckung eines Zentralbankkredits verwendet werden können. Zur Kategorie eins zählen marktfähige Schuldtitel, die von der Europäischen Zentralbank für den gesamten Euro-Raum festgelegte Zulassungskriterien erfüllen. Daneben haben die nationalen Notenbanken Listen mit Sicherheiten der Kategorie zwei erstellt, die für die nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung sind.

Die Deutsche Bundesbank hat in die Kategorie zwei nicht nur Handelswechsel, sondern auch bestimmte Kreditforderungen der Kreditinstitute gegenüber Wirtschaftsunternehmen einbezogen. Insgesamt bietet sich für die deutschen Banken somit die Möglichkeit, ihre Zentralbankrefinanzierung auf eine breitere Basis zu stellen als früher. Gleichzeitig ist damit sichergestellt, dass Papiere der öffentlichen Hand gegenüber privaten Titeln bei der Refinanzierung nicht begünstigt werden. Abgesehen von gewissen Einschränkungen beim grenzüberschreitenden Gebrauch von Sicherheiten der Kategorie zwei gilt dabei der Grundsatz, dass dieselben Sicherheiten für alle geldpolitischen Transaktionen mit dem Eurosystem verwendet werden können. So können Sicherheiten der Kategorien eins und zwei jeweils sowohl im Rahmen der vierzehntägigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte als auch für die längerfristigen Basistender und die Spitzenrefinanzierungsfazilität eingesetzt werden.

### niedrige Mindestreserven

Die Mindestreserve bildet gewissermaßen den Rahmen für den Einsatz der vorstehend beschriebenen geldpolitischen Operationen des Eurosystems. Sie dient in erster Linie dazu, die Geldmarktzinsen zu stabilisieren und eine strukturelle Liquiditätslücke des Bankensystems herbeizuführen oder zu vergrößern. Die Reservepflicht der Kreditinstitute richtet sich zum einen nach der Höhe ihrer Nichtbankeneinlagen, zum anderen nach dem Mindestreservesatz, der vom EZB-Rat einheitlich auf zwei Prozent und damit ähnlich niedrig wie vor Beginn der Währungsunion in Deutschland festgelegt wurde. Mindestreservepflichtig sind täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bzw. Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren, Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Geldmarktpapiere\*.

\* Ebenfalls in der Mindestreservebasis einbezogen sind Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bzw. Kündigungsfrist von mehr als zwei Jahren, Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren und auch Verbindlichkeiten aus Repogeschäften. Sie sind jedoch zur Zeit mit einem Reservesatz von null Prozent belegt.



Die Mindestreserve stärkt die Bindung der Bankengeldschöpfung an die der Zentralbank. Vor allem aber wirken die Mindestreserveguthaben bei Liquiditätsschwankungen am Geldmarkt als Puffer, weil die Kreditinstitute die Mindestreserveguthaben auch für ihren laufenden Zahlungsverkehr nutzen können und die Mindestreserve nur im Durchschnitt der Reserveerfüllungsperiode\*, nicht aber täglich erfüllen müssen. Sie können deshalb Liquiditätsausfälle über ihre Mindestreserveguthaben ausgleichen. Bei einem Geldzufluss stocken sie diese auf und halten quasi vorsorglich höhere Reserveguthaben. Bei einem Geldabfluss lassen sie ihre Guthaben umgekehrt abschmelzen.

**Puffer am Geldmarkt**

Im Gegensatz zur früheren Regelung bei der Deutschen Bundesbank werden die Mindestreserven beim Eurosystem verzinst – und zwar zum Hauptrefinanzierungssatz. Die Banken haben somit keine Zinsverluste und keine Wettbewerbsnachteile gegenüber anderen Kredit- und Finanzinstituten außerhalb des Euro-Währungsraums, die keine Mindestreserven unterhalten müssen.

**Verzinsung**

### ● Die nationalen Notenbanken führen die Geldpolitik durch

Während geldpolitische Entscheidungen ausschließlich im EZB-Rat getroffen werden, liegt die Durchführung der Geldpolitik weitestgehend bei den nationalen Notenbanken. Bei ihnen unterhalten die Kreditinstitute ihre Zentralbankkonten – also auch die Mindestreserve. Über sie werden die Hauptrefinanzierungs- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte ebenso abgewickelt wie die strukturellen Operationen und überwiegend auch die Feinsteuerungsmaßnahmen. Die ständigen Fazilitäten werden ebenfalls von den nationalen Notenbanken verwaltet.

Bei den standardisierten Offenmarktgeschäften sieht die „Arbeitsteilung“ zwischen Europäischer Zentralbank und nationalen Notenbanken beispielsweise folgendermaßen aus: Während die Konditionen der jeweiligen Tender und das Volumen vom EZB-Rat bzw. von der Europäischen Zentralbank festgelegt werden, wird das Bietungsverfahren ausschließlich von den nationalen Notenbanken abgewickelt. Auf diese Weise können die operativen Erfahrungen der nationalen Zentralbanken sowie die dort bestehende technische und organisatorische Infrastruktur soweit wie möglich genutzt werden. Lediglich in Ausnahmefällen darf die EZB Geldmarktgeschäfte mit ausgewählten Geschäftspartnern bilateral abwickeln. Die prominente Rolle der nationalen Zentralbanken bei der Durchführung geldpolitischer Maßnahmen trägt nicht nur dem in der Europäischen Union geltenden Subsidiaritätsprinzip Rechnung, sondern erlaubt es im Interesse der Wettbewerbsneutralität auch, den Kreis der involvierten Geschäftspartner sehr weit zu ziehen.

**Beispiel Tender**

\* Die Mindestreserveerfüllungsperiode beginnt am 24. eines jeden Monats und endet am 23. des Folgemonats.

### neue Zahlungs- verkehrssysteme

Eine einheitliche Geldpolitik in der EWU erfordert einen einheitlichen Geldmarktsatz in allen Mitgliedsländern. Voraussetzung hierfür ist, dass der Zinsausgleich (Arbitrage) zwischen den einzelnen Märkten reibungslos funktioniert, das Geld also dahin fließt, wo die Zinsen höher sind, so dass sich Zinsunterschiede rasch eibebnen. Um diesen Liquiditäts- und Zinsausgleich sicherzustellen, hat das ESZB Anfang 1999 ein europaweites, integriertes Zahlungsverkehrssystem eingeführt, bei dem Liquidität innerhalb des Euroraums sicher und schnell von einem Zahlungsverkehrsteilnehmer zum anderen transferiert werden kann. Dieses System heißt TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer). Es ist ein Brutto-Echtzeitsystem, d. h. Zahlungen werden sofort und endgültig abgewickelt. Um dies zu ermöglichen, müssen die Zahlungsverkehrsteilnehmer ausreichende Liquidität haben. Sie wird nötigenfalls von den nationalen Notenbanken über zinslose Innertageskredite (im Rahmen entsprechender Sicherheiten) zur Verfügung gestellt.

Die Nutzung von TARGET ist obligatorisch für alle Zahlungen, die mit geldpolitischen Operationen des Eurosystems im Zusammenhang stehen. Es steht aber auch für alle anderen Überweisungen in Euro zwischen den EU-Ländern zur Verfügung, einschließlich der Länder, die noch nicht an der EWU teilnehmen. TARGET wickelt sowohl Interbanken- als auch Kundenzahlungen ab. Es steht hier mit anderen grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrssystemen in Konkurrenz. Dieser Wettbewerb trägt dazu bei, dass der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr in Europa schneller, sicherer und billiger wird.

### ● Geldpolitische Strategie

#### Zeitverzögerungen

Ein Grundproblem der Geldpolitik besteht darin, dass sie das Preisniveau nicht direkt steuern kann. Zum einen schlagen sich geldpolitische Maßnahmen nicht sofort in der Inflationsrate nieder. Zum anderen wird deren Höhe kurzfristig auch von anderen Einflussfaktoren bestimmt, wie der Lohnpolitik, der Fiskalpolitik und der Außenwirtschaft. Dies bedeutet, dass zwischen einer geldpolitischen Maßnahme und der Reaktion des Preisniveaus lange und variable Wirkungsverzögerungen bestehen, die auch die Notenbank nicht genau kennt. Geldpolitik heißt also Handeln unter Unsicherheit. Außerdem muss sie vorausschauend sein. Sie kann sich nicht an der aktuellen Inflationsrate orientieren, da diese das geldpolitische Handeln der Vergangenheit widerspiegelt, sondern an Orientierungsgrößen bzw. Indikatoren, die Hinweise auf die künftige Preisbewegung geben bzw. die Inflationsgefahren frühzeitig anzeigen.

#### Geldmengenziele als Zwischenziele

Ein solcher Indikator ist die Geldmenge. Auf lange Sicht wird die Preisentwicklung letztlich von der Entwicklung der Geldmenge bestimmt. Ein Preisauftrieb kann zwar viele Ursachen haben. Ohne eine übermäßige Geldvermehrung kann ein inflationärer Prozess auf die Dauer aber nicht ablaufen, da steigende Preise finanziert werden müssen. Die Kontrolle der Geldmenge ist deshalb eine notwendige, wenn auch keine hinreichende Bedingung für Preisstabilität.



Die Deutsche Bundesbank hat diesen Zusammenhang in den Mittelpunkt ihrer Geldpolitik gestellt. Sie hat von 1975 bis 1998 ein jährliches Geldmengenziel verkündet. Das heißt: Sie hat das in ihren Augen vertretbare und angemessene Wachstum des Geldumlaufs jährlich im Voraus angekündigt. Dahinter stand auch die Einsicht, dass die Bekanntgabe eines solchen Geldmengenziels allen am Wirtschaftsleben Beteiligten als wichtige Orientierungsgröße dienen kann. Ist der Kurs der Geldpolitik nämlich erst einmal abgesteckt, dann lassen sich die Entscheidungen auf einer sichereren Grundlage treffen. Die Geldpolitik wird mit einem solchen Zwischenziel also überschaubarer, weil die Notenbank damit die wichtigste Richtschnur für ihre Entscheidungen offen legt. Liegt das Geldmengenwachstum über den Zielvorstellungen, erfordert dies normalerweise eine Zinserhöhung, liegt es darunter, so ist eine Zinssenkung notwendig.

Damit diese Geldmengenstrategie tragfähig ist, muss die Beziehung zwischen Geldmengen- und Preisniveaumentwicklung aber hinreichend stabil sein. Außerdem sollte die Geldmenge einen Vorlauf vor den Preisen haben, das heißt früher als diese auf geldpolitische Maßnahmen reagieren. Nur so kann sie nutzbare Hinweise für die künftige Preisentwicklung liefern. Schließlich sollte die Geldmenge von der Notenbank mit ihren Instrumenten gesteuert werden können. In Deutschland sind diese Voraussetzungen gegeben.

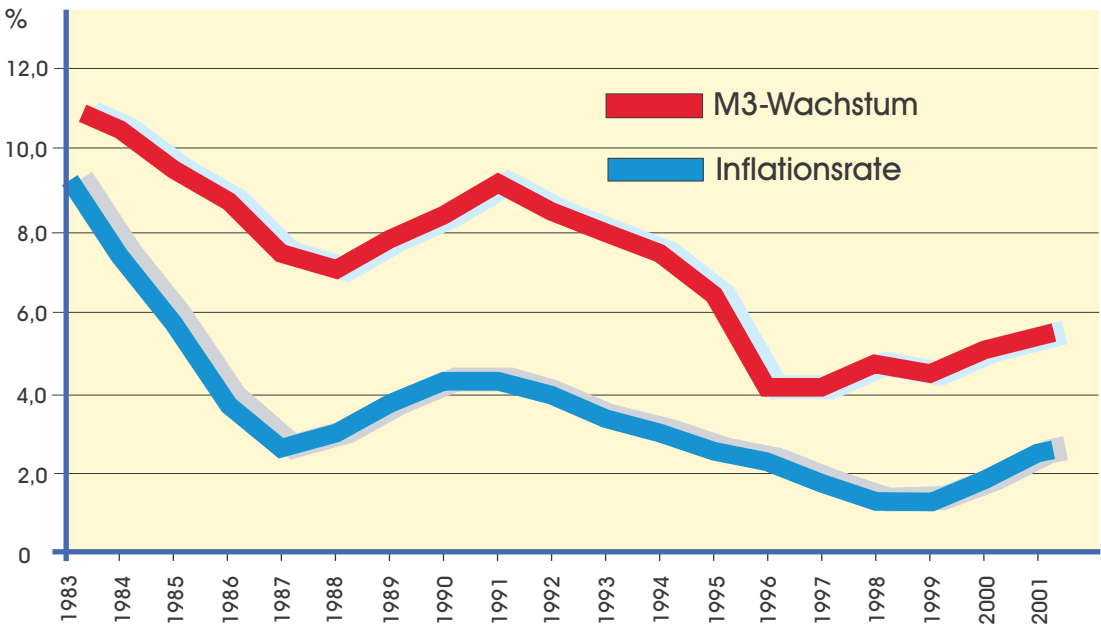
Die Bundesbank legte ihren Geldmengenzielen (ab 1988) die Geldmenge M 3 in der bis 1998 in Deutschland gültigen Abgrenzung (Bargeldumlauf, Sichteinlagen, Termingelder unter vier Jahren, Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist) zugrunde. Sie stand langfristig in einer recht stabilen Beziehung zu den Produktionsmöglichkeiten der Wirtschaft bzw. zum Bruttoinlandsprodukt und in einem negativen Zusammenhang zur Zinsentwicklung. Das heißt, die Geldmenge wuchs auf längere Sicht weitgehend im Einklang (bzw. etwas rascher) mit den gesamtwirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten, dem so genannten Produktionspotenzial, bzw. dem Bruttoinlandsprodukt. Andererseits ging das Wachstum der Geldmenge M 3 zurück, wenn die Zinssätze stiegen. Umgekehrt nahm es zu, wenn die Zinsen fielen. Die Notenbank konnte deshalb darauf setzen, mit ihrer Zinspolitik die Geldmenge M 3 steuern und damit längerfristig die Entwicklungstendenzen des nominalen Sozialprodukts und des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus in dem gewünschten Sinne – wenn auch nicht „mechanisch“ – beeinflussen zu können.

Das Geldmengenkonzept sieht im Kern eine Verstetigung und mittelfristige Orientierung der monetären Politik vor. Anknüpfungspunkt für die Geldmengenausweitung ist deshalb das Produktionspotenzial. Es zeigt an, wie hoch das Angebot an Waren und Dienstleistungen in der Volkswirtschaft bei normaler Auslastung der Sachkapazitäten und Arbeitskräfte sowie Preisstabilität sein kann. Daneben hat die Geldpolitik zu berücksichtigen, dass das Produktionspotenzial von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage genutzt wird, bei der es sich – ebenso wie bei der Geldmenge – um eine nominale Größe handelt. Seine Zunahme muss also in jeweilige Preise umgerechnet werden.

**im Einklang mit dem Produktionspotenzial**



## Längerfristige Entwicklung der Geldmenge und der Preise für das Euro-Währungsgebiet



### **mittelfristige Preisannahme**

Dabei legte die Deutsche Bundesbank seit Mitte der achtziger Jahre eine Annahme über die mittelfristige Preisentwicklung von höchstens zwei Prozent im Jahr zugrunde. Ab dem Jahr 1997 hat sie diese Annahme aufgrund der günstigen Preisentwicklung auf eineinhalb bis zwei Prozent herabgesetzt. Mit der Annahme über die auf mittlere Sicht gerade noch hinzunehmende Preissteigerung wurde das Stabilitätsziel für die geldpolitische Praxis operationalisiert und überprüfbar gemacht. Für die Einrechnung einer geringen „Restinflationsrate“ sprachen die statistischen Unsicherheiten der Preismessung.

Schließlich hatte die Bundesbank bei der Festlegung des Geldmengenziels trendmäßige Veränderungen im Verhältnis zwischen dem Produktionspotenzial und der Geldmenge M 3 (der so genannten Umlaufgeschwindigkeit), nämlich ein im langfristigen Trend relativ stärkeres Geldmengenwachstum zu berücksichtigen. So wuchs die Geldmenge M 3 in Deutschland wohl vor allem deshalb relativ stärker als das Produktionspotenzial, weil sie nicht allein der Ausgabenfinanzierung, sondern auch der Ansammlung von Vermögen diene.

### **geldpolitisches Umfeld**

Die Bundesbank hat die Geldmengenziele auf kurze Sicht nie als alleinige Richtschnur für ihr liquiditäts- und zinspolitisches Handeln betrachtet, sondern berücksichtigte bei ihren Entscheidungen das gesamte geldpolitische Umfeld. Dies gilt insbesondere in den neunziger Jahren, als die Ausschläge in der Geldmengenentwicklung und die Zielverfehlungen zunahmen. Insgesamt konnte sie aber über mehr als 25 Jahre an ihrem pragmatisch gehandhabten Konzept festhalten.

In anderen Ländern war dies nicht der Fall. Vor allem aufgrund von Neuerungen im Finanzwesen (Finanzinnovationen) ließ sich vielfach keine hinreichend stabile Beziehung zwischen Geldmenge und Preisniveau und keine technisch steuerbare Geldmengengröße mehr identifizieren. Manche Notenbanken gingen deshalb zur so genannten direkten Inflationssteuerung über. Dabei setzen sie sich zum einen ein Inflationsziel, zum anderen erstellen und veröffentlichen sie eine Inflationsprognose. Bei der Inflationsvorhersage werden alle verfügbaren Informationen über künftige Inflationsgefahren ausgewertet. Weicht die erwartete Inflation vom Inflationsziel ab, ist geldpolitisches Handeln angezeigt.

**direkte  
Inflationssteuerung**

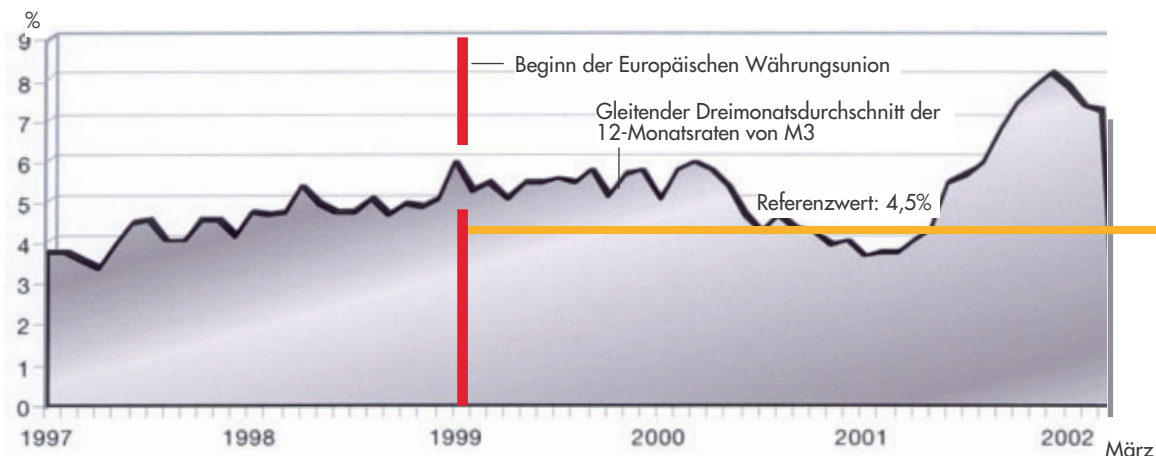
Der langwierige und komplexe Übertragungsweg der Geldpolitik vom Geldmarkt zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ist mit ein Grund dafür, dass sich die Notenbank nicht damit begnügen kann, am Geldmarkt ein bestimmtes Zinsniveau herbeizuführen und alles weitere sich selbst zu überlassen. Zwischen dem Zinsniveau und der Geldmenge bzw. der Wirtschaftsaktivität und der Inflation bestehen keine festen Zusammenhänge.

Wenn alle Wirtschaftsteilnehmer mit steigenden Preisen rechnen, werden selbst hohe Zinsen die Wirtschaftsaktivität und das Geldmengewachstum kaum bremsen. Bei stabilen Preisen hingegen können unter Umständen bereits relativ niedrige Zinsen bremsend wirken. Und weil auch die Notenbank das „richtige“ Zinsniveau von vornherein nicht kennt, muss sie sich erst einmal „herantasten“, wobei ihr die Geldmenge oder die Inflationsprognose als Kompass dienen kann.

Bei der Strategie des Eurosystems spielt die Geldmenge ebenfalls eine prominente Rolle. Es knüpft damit an die Tradition der Deutschen Bundesbank an. Allerdings befindet sich das Eurosystem in einer besonderen Situation: Der Übergang in die Stufe drei der Wirtschafts- und Währungsunion hat möglicherweise Veränderungen im Finanzsystem und im Verhalten der Wirtschaftssubjekte zur Folge, die

**Geldmengen-  
Referenzwert...**

### **Geldmenge M3 und ihr Referenzwert**



zu Strukturbrüchen in den Beziehungen zwischen ökonomischen Größen führen können. Historische Zusammenhänge lassen sich deshalb nicht ohne weiteres in die Zukunft übertragen. Vor diesem Hintergrund wäre es riskant gewesen, von Anfang an ein explizites Zwischenziel für eine Geldgröße zu setzen.

Das Eurosystem hat sich deshalb darauf beschränkt, nur einen Referenzwert für die Geldmengenentwicklung zu formulieren. Dieser Ansatz ist weniger bindend und flexibler. Das Eurosystem verspricht damit nicht, ein bestimmtes Zwischenziel zu erreichen, wohl aber, dass im Falle eines Abweichens der Geldmenge vom Referenzwert die „Warnlampen“ aufleuchten, dass den Gründen und Folgen nachgegangen und dass die Öffentlichkeit informiert wird. Denn ähnlich wie beim Geldmengenziel deuten solche Abweichungen unter normalen Umständen auf Risiken für die Preisstabilität hin.

### **... plus Analyse der Preisperspektiven**

Neben der Ankündigung eines Referenzwertes für das Geldmengenwachstum stützt sich das Eurosystem bei seinem Vorgehen auf eine breit angelegte Analyse der Preisperspektiven. Dabei versucht es, mittels eines gesamtwirtschaftlichen Modells und einer Fülle von Einzelindikatoren sich ein umfassendes Bild über die Inflationsaussichten zu machen.

Zu diesen Indikatoren gehören Variable, die auf künftige Preisgefahren aus der konjunkturellen Entwicklung (Nachfragedruck), der internen Kostenentwicklung (Löhne und Lohnverhandlungen) und der außenwirtschaftlichen Lage (Wechselkurs, Rohstoff-, insbesondere Ölpreise) hindeuten. Ferner wird versucht, aus Finanzmarktpreisen und Umfrageergebnissen Anhaltspunkte über die Inflationserwartungen der Wirtschaft zu gewinnen.

### **Inflationsprojektion**

Diese breit angelegte Analyse der Preisaussichten und der Risiken für die Preisstabilität trägt den Unsicherheiten Rechnung, denen sich das Eurosystem gegenüber sieht. Das Beobachten einer Vielzahl von Indikatoren birgt aber die Gefahr in sich, dass die Öffentlichkeit nicht mehr nachvollziehen kann, woran sich die Notenbank bei ihren Entscheidungen letztlich orientiert.

Geldpolitik sollte aber verständlich und transparent sein, damit die Notenbank glaubwürdig ist und die Erwartungen der Öffentlichkeit in die „richtige“ Richtung lenken kann. Um diese Transparenz zu fördern, ist das Eurosystem deshalb im Dezember 2000 dazu übergegangen, zweimal im Jahr eine so genannte gesamtwirtschaftliche Projektion zu veröffentlichen. Das heißt, sie gibt eine quantifizierte Einschätzung der Wachstums- und Preisperspektiven unter der Annahme unveränderter Notenbankzinsen und Wechselkurse.

### **Eckwerte**

Bei der Ableitung seiner Geldmengenleitlinie geht das Eurosystem ähnlich vor wie die Deutsche Bundesbank. Basis hierfür sind Eckwerte für die gesamtwirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten, die mit Preisstabilität vereinbare Preisentwicklung und die trendmäßige Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Preisstabilität wird

vom Eurosystem dabei als jährlicher Anstieg des harmonisierten Preisindex für die Lebenshaltung (siehe auch Seite 109 ff.) von unter zwei Prozent definiert. Diese gilt es auf mittlere Sicht zu erreichen. Die vom Eurosystem bevorzugte Geldmenge M 3 ist – wie schon ausgeführt – noch breiter definiert als die frühere deutsche Geldmenge M 3.

Anfang Dezember 1998 hat der EZB-Rat den ersten Referenzwert für das Geldmengenwachstum festgelegt. Danach sollte die Geldmenge M 3 um viereinhalb Prozent wachsen. Die Ableitung dieser Rate basiert auf Annahmen für den Preisanstieg („Anstieg gegenüber dem Vorjahr von unter zwei Prozent“), dem realen BIP-Wachstum (Trendwachstum von zwei bis zweieinhalb Prozent jährlich) und dem trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (Rückgang von jährlich etwa einem halben bis einen Prozentpunkt). Im Dezember der Jahre 1999 bis 2001 ist dieser Referenzwert jeweils überprüft und bestätigt worden.

### Referenzwert

Das Eurosystem überwacht die monetäre Entwicklung laufend anhand von gleitenden Dreimonatsdurchschnitten der monatlichen Zwölfmonatswachstumsrate von M 3. Dieses Vorgehen soll dazu beitragen, dass größere monatliche Ausschläge im Geldmengenwachstum, die gerade in der Anfangsphase der WWU nicht auszuschließen sind, nicht zu sehr auf das statistisch ausgewiesene Geldmengenwachstum durchschlagen und dieses verzerren.



Die monetäre Entwicklung im Euro-Raum hat den Referenzwert bisher überwiegend überschritten. Eine anhaltend reichliche Liquiditätsversorgung birgt erfahrungsgemäß die Gefahr steigender Preise in der Zukunft in sich. Die Überschreitung des Referenzwertes war deshalb neben anderen Informationen, wie dem fallenden Wechselkurs des Euro, den höheren Ölpreisen und dem verstärkten Wirtschaftswachstum, die ebenfalls auf steigende Preisrisiken hinwiesen, ein Grund für den EZB-Rat, die Notenbankzinsen von November 1999 bis Oktober 2000 schrittweise heraufzusetzen.

Mit der Abflachung des Geldmengenwachstums, der Stabilisierung der Ölpreise und des Wechselkurses sowie der Abschwächung des Wirtschaftswachstums ließen die Preisgefahren für die Zukunft danach aber nach. Das Eurosystem hielt deshalb die Zinsen ab dem Spätherbst 2000 zunächst unverändert. Von Mai bis November 2001 hat es sie dann gesenkt, obwohl sich das Geldmengenwachstum damals verstärkte. Es gab aber Informationen, die auf eine Überzeichnung des M 3-Wachstums hinwiesen. So nahmen insbesondere nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 die Unsicherheit und die Liquiditätsneigung der Geldanleger stark zu. Das hohe Geldmengenwachstum wies deshalb nicht auf künftige Preisgefahren hin.

## ● Finanz- und Lohnpolitik in der EWU

Mit dem Statut des Europäischen Systems der Zentralbanken sind wichtige Rahmenbedingungen für einen stabilen Euro geschaffen worden. Das Eurosystem ist – wie bereits ausgeführt – ausdrücklich der Geldwertstabilität verpflichtet, unabhängig von politischen Weisungen und darf keine öffentlichen Haushaltsdefizite finanzieren. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik bedarf freilich der Ergänzung durch eine gleichgerichtete Wirtschafts-, Finanz- und Lohnpolitik. Zumindest geht es nicht ohne größere Reibungsverluste – wie höhere Zinsen und Wachstumseinbußen – ab, wenn diese Politikbereiche keinen stabilitätsorientierten Kurs fahren.

*Zur Lohnpolitik in der EWU sagt der Maastricht-Vertrag nichts. Sie bleibt voll in den Händen der nationalen Tarifvertragsparteien. Doch ändern sich mit der EWU auch die Rahmenbedingungen für die Lohnpolitik. „Zu hohe“ Lohnabschlüsse lassen sich nun nicht mehr über eine Abwertung der eigenen Währung ausgleichen. Sie schlagen sich deshalb stärker in einem Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit und in regionaler Unterbeschäftigung nieder. Umgekehrt besteht bei „niedrigen“ Lohnabschlüssen weni-*

*ger die Gefahr, dass sie durch eine nachfolgende Aufwertung der eigenen Währung „entwertet“ werden. Der Wettbewerb zwischen den nationalen Arbeitsmärkten nimmt deshalb zu. Der Verteilungsspielraum für die Lohnpolitik wird durch den relativen Produktivitätsfortschritt in den einzelnen Mitgliedsländern beschränkt. Die Forderung „gleicher Lohn für gleiche Arbeit“ findet erst dann seine Berechtigung, wenn sich die unterschiedlichen Produktivitätsniveaus in den Mitgliedstaaten völlig angeglichen haben.*

### Stabilitäts- und Wachstumspakt

Um die Haushaltsdisziplin in den Teilnehmerstaaten auch nach dem Start der Währungsunion zu sichern und der Geldpolitik den notwendigen Flankenschutz zu gewähren, haben sich die Staats- und Regierungschefs auf einen Stabilitäts- und Wachstumspakt geeinigt, der von der deutschen Bundesregierung angeregt worden war. Danach sind alle EWU-Staaten verpflichtet, einen mittelfristig ausgeglichenen oder überschüssigen Staatshaushalt aufzuweisen. Dazu müssen die Mitgliedsländer mehrjährige Stabilitätsprogramme vorlegen. Halbjährliche Aktualisierungen werden vom Europäischen Rat überprüft und gegebenenfalls kritisiert. Als Obergrenze für die Neuverschuldung gilt weiterhin die Marke von drei Prozent des BIP, die bereits für den Eintritt in die Währungsunion maßgeblich war. Nur in festgelegten Ausnahmefällen darf die Neuverschuldung eines Teilnehmerlandes diesen Wert überschreiten. Droht eine Überschreitung, kann die Kommission eine Frühwarnung („Blauer Brief“) aussprechen. Liegt ein übermäßiges Defizit vor, werden Sanktionen verhängt. Dabei muss der betreffende Staat zunächst eine unverzinsliche Einlage entrichten, die, wenn die



Überschreitung der Drei-Prozent-Marke nicht fristgerecht beseitigt ist, in eine Geldstrafe umgewandelt wird.

Durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt wird der Spielraum für die nationale Finanzpolitik beschränkt. Sie bleibt aber weiterhin in nationalen Händen. Auch die nationalen Wirtschaftspolitiken müssen die Gemeinschaftsinteressen der Europäischen Union stärker beachten. Durch die Einführung der gemeinsamen Währung werden Fehlentwicklungen in einem Staat in den anderen Mitgliedstaaten noch spürbarer als bisher. Vor diesem Hintergrund gewinnen die gegenseitige Information, die Abstimmung gemeinsamer Grundlinien sowie die Zusammenarbeit der Regierungen auf verschiedenen Gebieten der Wirtschaftspolitik eine wachsende Bedeutung.

**wirtschafts-  
politische  
Koordinierung**

In erster Linie zielt die wirtschaftspolitische Koordinierung darauf ab, Widersprüche im „policy mix“ des Euro-Raumes zu verhindern. Dies kann nur gewährleistet werden, wenn sich auch die Wirtschafts- und Finanzpolitik dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet fühlt. Zentrales Koordinierungsorgan auf EU-Ebene ist der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister („Ecofin-Rat“). Daneben gibt es informelle Zusammenkünfte der Minister aus den EWU-Ländern (Eurogruppe), die dazu dienen, über Probleme zu beraten, die sich besonders aus der Beteiligung an der Währungsunion ergeben. Die Eurogruppe schränkt die Rechte des Ecofin-Rates (in dem alle EU-Staaten vertreten sind) ebenso wenig ein wie die Unabhängigkeit des Eurosystems.

**Ecofin-Rat**

Das wichtigste Instrument der Koordinierung sind die vom Europäischen Rat verabschiedeten „Grundzüge der Wirtschaftspolitik“. Sie beschreiben einmal im Jahr die wirtschaftliche Lage und die wirtschaftspolitischen Erfordernisse. Mit ihnen wird die allgemeine Ausrichtung der Wirtschaftspolitik abgestimmt. Sie enthalten auch konkrete Empfehlungen an die einzelnen Mitgliedstaaten. Im Juni 1999 ist der unter deutscher Präsidentschaft beschlossene Europäische Beschäftigungspakt hinzugekommen, der sich mit der Beschäftigungsstrategie (sog. Luxemburg-Prozess) und den Struktur-reformen (sog. Cardiff-Prozess) befasst. Er soll auf ein möglichst spannungsfreies Zusammenwirken von Lohnentwicklung, Finanz- und Geldpolitik hinwirken. Dies soll im Rahmen eines makro-ökonomischen Dialoges geschehen, bei dem Sozialpartner, Ratsvertreter und die für die Geldpolitik Verantwortlichen sich unter Beteiligung der EU-Kommission unter voller Wahrung ihrer jeweiligen Verantwortlichkeit und Unabhängigkeit darüber austauschen können, wie nach ihrer Auffassung ein wachstums- und beschäftigungsfördernder Policy-Mix bei Wahrung der Preisstabilität erreicht werden kann. Eine bindende Vorab-Koordinierung der Geld- oder Finanzpolitik ist mit diesem Dialog nicht verbunden.

**Grundzüge der  
Wirtschaftspolitik  
und Europäischer  
Beschäftigungs-  
pakt**

Generell gilt, dass die Wirtschafts-, Finanz- und Lohnpolitik in der EWU flexibler werden müssen. Das hängt damit zusammen, dass das Eurosystem eine einheitliche Geldpolitik für das gesamte Euroland betreiben muss. Es hat keine Möglichkeit, unterschiedliche Zinsen für einzelne Mitgliedstaaten zu setzen und so regionale Unterschiede

**größere  
Flexibilität  
erforderlich**

etwa in der Konjunktorentwicklung zu berücksichtigen. Auch das Instrument der Wechselkurspolitik steht nicht mehr zur Verfügung, um national unterschiedliche Preis- und Kostenentwicklungen auszugleichen. Wenn etwa in einem Staat die Wirtschaft stärker überhitzt ist als im gesamten Euroraum, so muss dem künftig mit einer restriktiven Fiskalpolitik in diesem Land entgegengewirkt werden. Ansonsten besteht die Gefahr, dass in diesem Staat die Preise stärker steigen und die Wettbewerbsfähigkeit zurückgeht. Auf der anderen Seite werden Länder, deren Konjunktur „hinterherhinkt“, nur dann einen genügend großen Spielraum für expansive finanzpolitische Maßnahmen haben, wenn sie die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspaktes eingehalten haben. Deren Umsetzung dient somit nicht nur der Absicherung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik, sondern auch der Sicherung einer ausreichenden fiskalpolitischen Flexibilität.

### **unterschiedliche Finanzierungs- strukturen**

Eine größere Flexibilität in der Wirtschaftspolitik ist auch angezeigt, weil die gemeinsame Geldpolitik des Eurosystems – zumindest anfangs – in einzelnen Regionen des Euro-Raumes durchaus unterschiedliche Wirkungen haben kann. Ein Grund hierfür sind die unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen in den einzelnen Staaten. Während z. B. in Deutschland ein erheblicher Teil der Bankkredite langfristig und zu festen Zinsen abgeschlossen wird, spielt in anderen Ländern die kurzfristige Finanzierung eine größere Rolle. Hier sind die Reaktionen auf zinspolitische Maßnahmen weit schneller und stärker.

### **keine Sozial- und Transferunion**

Ohne die erforderliche größere Flexibilität in der Wirtschafts- und Lohnpolitik bestünde die Gefahr, dass sich die Wettbewerbsfähigkeit einzelner Mitgliedstaaten verschlechtert und die Unterschiede in den Lebensbedingungen im Euro-Raum größer werden. Dies könnte den langfristigen Erfolg der Währungsunion gefährden und Forderungen nach einer Sozial- und Transferunion hervorrufen. Diese sind aber nicht erfüllbar. Ein solches Transfersystem, mit dem schlechtere Lebensbedingungen und höhere Arbeitslosenquoten in schwächeren Regionen über entsprechende Ausgleichszahlungen der reicheren Länder kompensiert werden, würde die zwischen Nettozahlern und Nettoempfängern in Europa ohnehin schon bestehenden Spannungen weiter erhöhen und die Eigenverantwortlichkeit der Mitgliedstaaten untergraben. Das Beispiel der deutschen Währungsunion in Vorbereitung der Wiedervereinigung ist insoweit nicht auf Europa zu übertragen.

Die Geschichte kennt kein überzeugendes Beispiel einer dauerhaften Währungsunion ohne Verbindung mit staatlicher Einheit. Von daher ist die Forderung nach einer Politischen Union Europas als Ergänzung – und in einem gewissen Sinne – Voraussetzung der Währungsunion verständlich. Ein wichtiger Schritt in diese Richtung ist zweifellos der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der mit einer strikten Überwachung der Finanzpolitiken Souveränitätsverzicht der nationalen Regierungen erfordert.

Mit dem Vertrag von Amsterdam wurde die Währungsunion durch eine Stärkung der gemeinsamen Außen- und Sicherheitspolitik sowie eine Verbesserung der Zusammenarbeit in den Bereichen



Innen- und Rechtspolitik in der EU ergänzt. Gleichzeitig schafft der Vertrag von Amsterdam entscheidende Voraussetzungen für eine Erweiterung der Europäischen Union. Dies zeigt zwar, dass die Entwicklung und Integration der Europäischen Union weitergeht. In den letzten Jahren ist aber auch deutlich geworden, dass die EU-Mitgliedstaaten gegenwärtig kaum bereit sind, den Maastrichter Vertrag durch eine substanzielle Fortentwicklung der politisch-institutionellen Integration zu ergänzen. Doch wären Fortschritte hier wichtig, um das Vertrauen der Bürger in das gemeinsame Geld zu fördern.

Neben einer Vertiefung der EU steht auch deren Erweiterung auf der Tagesordnung. Derzeit laufen Beitrittsverhandlungen mit zwölf Kandidatenländern. Ein der EU beitretendes Land könnte frühestens nach etwa zwei Jahren auch für den Beitritt zur EWU in Betracht kommen. Dies ergibt sich aus der obligatorischen zweijährigen Teilnahme am europäischen Wechselkursmechanismus, die der erforderlichen Konvergenzprüfung vorausgehen muss. Doch dürfte davon auszugehen sein, dass kaum ein Beitrittskandidat nach Ablauf der Mindestwartezeit die Konvergenzkriterien, die auch für die neuen Mitglieder gelten, nachhaltig erfüllt. Diese Vermutung legt schon das in den Beitrittsländern gegenwärtig überwiegend sehr niedrige Pro-Kopf-Einkommen nahe. Hier bedarf es noch größerer Anpassungs- und Aufholprozesse (bei den Wechselkursen, den Preisen, den Löhnen, der Marktintegration), bis ein EWU-Beitritt ins Auge gefasst werden kann, der im betreffenden Land und in der EWU insgesamt zu keinen Spannungen führt.

### *Erweiterung der EWU*

### ● Wechselkurspolitik

Nach dem Maastricht-Vertrag verfügt der EU-Ministerrat in der Wechselkurspolitik über gewisse Einflussmöglichkeiten. Er kann feste Wechselkurse gegenüber Drittwährungen (z. B. den US-Dollar) beschließen oder beim Fehlen eines förmlichen Wechselkurssystems allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik aufstellen (siehe auch Seite 58). Dies ist bisher nicht geschehen und auch nur in Ausnahmesituationen zu erwarten. Der Euro floatet deshalb (wie zuvor die D-Mark) im Verhältnis zu den übrigen wichtigen Währungen (wie Dollar, Yen, Pfund Sterling, Schweizer Franken).

Feste Wechselkurse können leicht in Konflikt mit dem Ziel der Geldwertstabilität geraten. Ein flexibler Wechselkurs des Euro verschafft dagegen Spielraum für eine eigenständige, an der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik und zur Abfederung divergierender Entwicklungen zwischen der EWU und den anderen großen Wirtschafts- und Währungsräumen. In der Praxis hat das Eurosystem daher großen Einfluss auf die Wechselkurspolitik der EWU. Damit dürfte auch sichergestellt sein, dass die binnenwirtschaftliche Preisstabilität Vorrang vor der außenwirtschaftlichen Wechselkursstabilität hat.

Entgegen mancher Erwartungen ist der Wechselkurs des Euro nach seiner Einführung Anfang 1999 zunächst deutlich gefallen. Gegenü-

### *Wechselkurschwäche des Euro*

ber dem US-Dollar hatte er bis zum Herbst 2000 30 Prozent an Wert verloren. Angesichts der stabilen Preise im Euro-Raum war dies überraschend und insoweit auch nicht gerechtfertigt. Der Euro galt deshalb vielfach als unterbewertet. Die Gründe dafür dürften vor allem in dem damaligen starken Wachstum der amerikanischen Wirtschaft gelegen haben und in dem Sog, den dieses Wachstum auf die internationalen Kapitalströme ausübte.

Die negative Kursentwicklung hat bei vielen Bürgern zu einer Beunruhigung über den Wert des Euro geführt. Schließlich sind derartige Fehlbewertungen für das Ansehen einer jungen Währung nicht gerade gut. Was bei einer Währung allerdings am meisten zählt, ist der innere Wert und nicht der äußere. Und der ist im Euro-Raum nicht wirklich gefährdet.

### **Währungsreserven**

Um den – auch von außen kommenden – Risiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken, hat das Eurosystem von Herbst 1999 bis Herbst 2000 mehrfach die Zinsen erhöht. Es wird zweifellos auch weiterhin alles in seiner Macht stehende tun, um die Preisstabilität im Eurogebiet zu gewährleisten. Auf dieser Basis hat sich der Euro an den Devisenmärkten mittlerweile auch wieder deutlich erholt. Zu dieser begrüßenswerten Korrektur hat beigetragen, dass sich das hohe amerikanische Leistungsbilanzdefizit und die starke Auslandsverschuldung zunehmend als Belastung für den Dollar erweisen. Auch gibt es mittlerweile Fortschritte im Hinblick auf die dringenden notwendigen strukturellen Verbesserungen in Europa. So kommen viele Staaten sowohl bei der Haushaltskonsolidierung als auch bei den Steuerreformen sowie bei der Liberalisierung der Güter- und Dienstleistungsmärkte und bei der Flexibilisierung der Arbeitsmärkte voran.

Um an den Devisenmärkten intervenieren zu können, verfügt das Eurosystem insgesamt, aber auch die Europäische Zentralbank selbst, über reichliche Währungsreserven. Gleich zu Beginn der dritten Stufe der Währungsunion haben die nationalen Notenbanken Währungsreserven im Gegenwert von rund 40 Milliarden Euro auf die Europäische Zentralbank übertragen. Über diese Reserven hat die Europäische Zentralbank ein uneingeschränktes Verfügungsrecht. Geschäfte der nationalen Notenbanken mit den ihnen verbleibenden Währungsreserven müssen dagegen im Hinblick auf die erforderliche Einheitlichkeit der Geld- und Wechselkurspolitik (ab einer bestimmten Größenordnung) von der EZB genehmigt werden. Die nationalen Notenbanken verwalten aber weiterhin die gesamten Währungsreserven, auch die auf die Europäische Zentralbank übertragenen.

### **EWS II...**

Während der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Dollar und anderen wichtigen Währungen floatet, gibt es in Europa weiterhin ein regionales Festkurssystem, das so genannte Europäische Währungssystem II (EWS II). Es besteht aus dem Euro und den Währungen jener EU-Staaten, die nicht von Anfang an der EWU angehören wollten oder konnten.

Von den 15 EU-Ländern nahmen vier nicht von Anfang an teil. Bei Großbritannien, Dänemark und Schweden gaben dafür (primär) innenpolitische Gründe den Ausschlag, während Griechenland die wirtschaftlichen Voraussetzungen zunächst nicht erfüllte; Griechenland nimmt aber seit dem 1. 1. 2001 an der EWU teil. Ziel des EWS II ist es, diese Länder über eine Währungsanbindung an den Euro an die EWU heranzuführen. Allerdings traten zunächst nur Dänemark und Griechenland diesem Wechselkursmechanismus bei. Derzeit gehört ihm nur noch Dänemark an. Doch könnte die Teilnehmerzahl im Rahmen der Osterweiterung der EU wachsen. Darüber hinaus verfolgen derzeit mehr als 50 Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets ein Wechselkurssystem mit einem externen Anker, bei dem der Euro eine Rolle spielt.



Das EWS II ist wesentlich flexibler angelegt als das frühere Europäische Währungssystem (EWS I). Im neuen Wechselkursmechanismus werden die Leitkurse nicht mehr bilateral, sondern nur noch gegenüber dem Euro festgelegt. Dies entspricht der natürlichen Ankerrolle, die der Euro als Leitwährung für die Konvergenzbemühungen der noch nicht teilnehmenden Länder spielt. Die Standardbandbreiten sind relativ weit. Bei fortgeschrittener Konvergenz sind auch engere Bandbreiten zwischen dem Euro und einzelnen nationalen Währungen möglich. So galt für die griechische Drachme eine Schwankungsmarge von plus/minus 15 Prozent, für die Dänekrone gilt dagegen eine von nur plus/minus zweieinviertel Prozent.

**...flexibler als EWS I**

Um Wechselkursanspannungen und Gefahren für die Preisstabilität zu vermeiden, sollen Leitkursanpassungen möglichst schnell und geräuschlos erfolgen. Zu diesem Zweck haben das Eurosystem und die am Wechselkursmechanismus teilnehmenden nationalen Zentralbanken das Recht, jederzeit eine vertrauliche Überprüfung der Leitkurse in Gang zu setzen. Werden die durch die Bandbreiten definierten Interventionspunkte erreicht, sind grundsätzlich Devisenmarktinterventionen in unbegrenzter Höhe vorgesehen. Allerdings können sowohl das Eurosystem als auch die nationalen Zentralbanken die Interventionen verweigern, wenn dies im Widerspruch zu ihrem Auftrag der Preisstabilität steht. Letztlich sollen Interventionen nur als unterstützende Maßnahme zur Stabilisierung der Wechselkurse eingesetzt werden. Ungleich wichtiger ist es, geld- und finanzpolitische Maßnahmen zur Förderung der wirtschaftlichen Konvergenz zu ergreifen.

**rasche  
Realignments  
möglich**

Welche Rolle der Euro im Weltwährungssystem auf längere Sicht spielen wird, lässt sich zur Zeit noch nicht definitiv sagen. Früher war die D-Mark – wenn auch mit weitem Abstand zum Dollar – die zweitwichtigste Währung in der Welt. An diese Rolle der D-Mark hat

**Rolle des Euro im  
Weltwährungs-  
system**

der Euro schon angeknüpft: er wird international am zweithäufigsten verwendet. Ende 2000 waren zwölftehalb Prozent der weltweiten Währungsreserven in Euro denominated (68 Prozent in US-Dollar, fünfeinhalb Prozent in japanischen Yen). Das entspricht fast dem Anteil der Euro-Vorgänger-Währungen vor dessen Einführung. Auch als internationale Finanzierungs- und Anlagewährung hat der Euro Fortschritte gemacht. So betrug der Anteil von in Euro denominated internationalen Anleihenemissionen Mitte des vergangenen Jahres 31 Prozent (US-Dollar 36 Prozent), und der Anteil von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen in den Portfolios der wichtigsten globalen Vermögensverwalter im September 2001 28 Prozent (US-Dollar 49 Prozent). Für die weitere Verwendung des Euro als internationale Anlage- und Reservewährung spielen ökonomische und politische Faktoren eine Rolle – wie das Vertrauen in die Stabilität der neuen Währung, der Entwicklungsstand der Finanzmärkte in Europa sowie das ökonomische und politische Gewicht der Europäischen Union. Die Schlüsselgröße für die Rolle des Euro im Konzert der übrigen Währungen dürfte auf längere Sicht aber seine innere Stabilität sein.

Wenn diese gegeben ist, dürfte der Euro grundsätzlich ein bedeutendes Potenzial als internationale Transaktions-, Anlage- und Reservewährung haben, die über die frühere Rolle der D-Mark hinaus geht. So ist vorstellbar, dass ein Teil des internationalen Rohstoffhandels, der bisher auch mit Europa weitgehend in US-Dollar abgerechnet wird, künftig in Euro abgewickelt wird. Ebenso könnte ein nennenswerter Anteil an den internationalen Währungsreserven von Dollar auf Euro verlagert werden, wenn sich in Europa ein einheitlicher, breiter und tiefer Kapitalmarkt herausgebildet hat.

