

Westfälische Wilhelms-Universität  
(Sommer) Semester 2008  
Institut für Politikwissenschaft  
Bachelorarbeit  
Betreuer: Prof. Dr. Konegen, Prof. Fuchs

## **Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank im Spannungsfeld von Inflation und Wachstum**

Maja-Luise Zeddies  
Gänselieselweg 4  
30179 Hannover  
Tel. (0511)603846  
E-Mail: [maluze-16@web.de](mailto:maluze-16@web.de)  
Matrikelnummer: 337697

Bachelor of Arts: Public Administration  
Bachelor of Science: European Studies  
Minor: Deutschland- Niederlande Studien  
6. Fachsemester

Abgabedatum: 31.08.2008

## **Inhaltsverzeichnis**

Abkürzungsverzeichnis	3
Short description of the present bachelor thesis	4
<b>1. Einleitung</b>	<b>6</b>
<b>2. Die Geschichte der Europäischen Zentralbank</b>	<b>7</b>
2.1 Von der Gründung der EGKS bis zum Europäischen Währungssystem	7
2.2 Von der Einheitlichen Europäischen Akte bis zur Entstehung der EZB	9
2.3 Von der Einführung des Euro bis heute	11
<b>3. Die Europäische Zentralbank: Aufbau, Aufgaben und Ziele</b>	<b>13</b>
3.1 Das Europäische System der Zentralbanken	14
3.2 Die Organe, deren Zusammensetzung und Funktion	16
3.3 Zielsetzung der Europäischen Zentralbank	18
3.3.1 Unabhängigkeit, Transparenz und Rechenschaftslegung	19
3.3.2 Preisniveaustabilität	25
3.4 Geldpolitische Instrumente	27
<b>4. Der Einsatz und die Auswahl einer geldpolitischen Strategie</b>	<b>33</b>
4.1 Geldmengensteuerung, Inflation Targeting und Wechselkurssteuerung	35
4.2 Die zwei-Säulen-Strategie der EZB	39
4.2.1 Monetäre Analyse in der ersten Säule	42
4.2.2 Realwirtschaftliche Analyse in der zweiten Säule	44
4.3 Die Kritik an der zwei-Säulen Strategie	45
<b>5. Fazit</b>	<b>50</b>
Quellenangaben	52
Erklärung über Plagiate	54

## Abkürzungsverzeichnis

EAG	Europäische Atomgemeinschaft
ECOFIN-Rat	Rat der Wirtschafts- und Finanzminister
ECU	European Currency Unit
EG	Europäische Gemeinschaft
EGKS	Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl
EGV	EG-Vertrag; Vertrag zur Gründung der Europäischen Union
ESZB	Europäisches Zentralbanksystem
EU	Europäische Union
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWS	Europäisches Währungssystem
EWU	Europäische Währungsunion
EWV	Europäischer Wechselkursverbund
EZB	Europäische Zentralbank
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

## **Short description of the present bachelor thesis: “The monetary policy of the European Central Bank in the area of conflict between inflation and growth”**

The grounding of the European Coal and Steel Community (ECSC) in 1950 was based upon economic issues, like the increase in economic welfare. With the Rome Treaty in 1957 the European Economic Community emerged. In 1978 an European currency system was developed. The Single European Act was signed in 1986 to establish a Single European Market by 1992, by removing the barriers to free movement of capital, labour, goods and services. The Euro was introduced to world financial markets as an accounting currency in 1999 and launched as physical coins and banknotes in 2002. This is a short narration of the European economic history, the European Central Bank (ECB) is a part of.

Today, the European economic history last for more than 50 years and now, in 2008 the ECB works as a very independent bank for 10 years.

The ECB founded in 1998/1999 and based in Frankfurt is responsible for the price stability within the euro zone that consists of the ECB and 15 National Central Banks of the participating member states. Therefore the ECB uses a two-pillar approach as the monetary strategy. This approach resists on a monetary and an economic analysis and uses the theoretical background of monetary and inflation targeting. Therefore it is a very complex strategy, with which the central aim - price stability - should be achieved. Also transparency, accountability and credibility are important components, in order to satisfy the participating member states and provide their confidence.

But how does the monetary policy of the bank work? How does the so called “stability-oriented monetary policy strategy of the ECB” work? What is meant with the two pillars of the strategy? Is there criticism of the strategy and which is it? These are the questions the paper is going to deal with.

The aim of the paper is to describe the ECB and the monetary strategy which is used. Also the area of conflict between inflation and growth, in which the ECB has to work, should be explained. Moreover the issue, if there is a need for an amendment of the ECB’s strategy, should be pursued.

The paper starts with an introduction on the history. After that the composition, duties, aims and responsibilities of the European Central Bank are discussed. Therefore the European System of Central Banks (ESCB) and the institutions of the ECB are described. After that it responds to the aims of the ECB. In this context the functions of transparency, accountability and credibility and the definition and

benefits of price stability are demonstrated. Also the monetary Instruments are explained and presented. The next part deals with the aspects, which have to be considered by the adoption and selection of the monetary strategy. A description of the monetary strategies: Monetary Targeting, Inflation Targeting and the two-pillar approach, used by the ECB, follows. Afterwards the advantages, disadvantages and criticism on the two-pillar approach are discussed. The paper ends with a conclusion which sums up the most important points.

## 1. Einleitung

Die Europäische Union (EU) kann heute mehr als 50 Jahre Integration aufweisen. Besonders auf wirtschaftlichem Gebiet ist viel Arbeit geleistet worden. Dieses Jahr feiert die Europäische Zentralbank (EZB) 10jähriges Bestehen. Schon 1970 war die Idee einer gemeinsamen Geldpolitik entstanden und durch den Werner-Plan aufgegriffen worden. Allerdings scheiterte dieser Versuch und konnte erst durch den Delors-Plan und der darin vorgesehenen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) verwirklicht werden. So erfolgte die Errichtung der EZB 1998/1999.

Doch wie sieht die Geldpolitik der EZB<sup>1</sup> aus, welche Strategie wird bei der Auswahl der Instrumente angewandt? Gibt es Kritik an der Geldpolitik der EZB und wie lautet diese? Diesen Fragen soll in der vorliegenden Arbeit nachgegangen werden.

Ziel ist es die EZB, ihre Geldpolitik und das Spannungsfeld, in dem sie sich befindet darzustellen. Außerdem soll der Frage, ob Änderungsbedarf an der angewandten Strategie besteht, nachgegangen werden.

Im Folgenden soll deshalb zunächst die Geschichte der EZB (Abschnitt 2.) dargestellt werden. Anschließend sollen Aufbau, Aufgaben und Ziele (Abschnitt 3.) der EZB aufgezeigt und erläutert werden. In Verbindung damit soll zunächst das Europäische System der Zentralbanken (Abschnitt 3.1) und die Organe der EZB (Abschnitt 3.2) dargestellt werden. Danach soll sich die Arbeit mit der Zielsetzung (Abschnitt 3.3) und dementsprechend den Komponenten Unabhängigkeit, Transparenz und Rechenschaftspflicht (Abschnitt 3.3.1) sowie der Preisniveaustabilität (Abschnitt 3.3.2) auseinandersetzen. Auch die geldpolitischen Instrumente (Abschnitt 3.4) sollen in diesem Zusammenhang erläutert werden. Anschließend soll auf Aspekte, die für den Einsatz und die Auswahl einer geldpolitischen Strategie (Abschnitt 4.) wichtig sind, eingegangen werden. Die Strategien Geldmengensteuerung, Inflation Targeting und Wechselkurssteuerung (Abschnitt 4.1) sollen in diesem Zusammenhang erläutert werden. Danach erfolgt eine Darstellung der zwei-Säulen-Strategie der EZB (Abschnitt 4.2), wobei auf beide Säulen einzeln eingegangen werden soll (Abschnitt 4.2.1 und 4.2.2). Auch die Kritik an der zwei-Säulen-Strategie (Abschnitt 4.3) soll in diesem Kontext erläutert und aufgezeigt werden. Abschließen soll die Arbeit mit einem zusammenfassenden Fazit (Abschnitt 5.), das noch einmal die wichtigsten Aspekte aufgreift.

---

<sup>1</sup> Ich werde mich in der vorliegenden Arbeit den Gepflogenheiten der Autoren anpassen, und auch dann von EZB sprechen, wenn genau genommen das ESZB oder das Eurosystem gemeint ist.

## 2. Die Geschichte der Europäischen Zentralbank

Im Folgenden soll die geschichtliche Entwicklung der wirtschaftlichen Zusammenarbeit und insbesondere die der EZB dargestellt und erläutert werden. Im ersten Abschnitt werden die Anfänge der europäischen Zusammenarbeit und der wirtschaftlichen Integration aufgezeigt. Anschließend sollen die Entwicklungen, die zur Entstehung der EZB führten, näher betrachtet werden. Der dritte Abschnitt behandelt den Zeitraum von der Euroeinführung bis zum heutigen Zeitpunkt.

### 2.1 Von der Gründung der EGKS bis zum Europäischen Währungssystem

Die Zusammenarbeit und Integration der europäischen Staaten begann 1951 in Paris mit der Unterzeichnung des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS). Die Gründungsmitglieder waren Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg und die Niederlande.

1957 wurden in Rom die Römischen Verträge unterzeichnet, die 1958 in Kraft traten. Hierbei handelt es sich zum einen um den Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) und zum anderen um den Vertrag der Europäischen Atomgemeinschaft (EAG). Somit wurde die Integration der Mitgliedsstaaten vertieft und besonders auf wirtschaftlichem Gebiet ausgeweitet. So sah der EWG-Vertrag einerseits „die Koordinierung der Wirtschafts- und Währungspolitiken vor.“<sup>2</sup> Außerdem war er „auf die Errichtung eines gemeinsamen Marktes angelegt.“<sup>3</sup>

Auf Anfrage des Gipfels von Den Haag wurde 1970 der „Werner-Plan“, der nach dem damaligen Vorsitzenden, dem luxemburgischen Ministerpräsidenten Pierre Werner benannt ist, vorgelegt. Darin war die Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion durch eine stufenweise Durchsetzung bis 1990 vorgesehen.<sup>4</sup> Der Plan wurde 1971 beschlossen, scheiterte jedoch aus zwei Gründen: zum einen ist hier der Zusammenbruch des Weltwährungssystems von Bretton Woods zu nennen und zum anderen die wirtschaftlichen Folgen der ersten Ölkrise.<sup>5</sup> Bei dem

---

<sup>2</sup> Wagner, Alexander: Geldpolitik in der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Linz 1997, S. 20.

<sup>3</sup> Palm, Ulrich: Preisstabilität in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion: eine rechtliche Untersuchung des stabilitätssichernden Instrumentariums insbesondere im Hinblick auf die Disziplinierung der mitgliedstaatlichen Haushaltspolitik, Baden-Baden 2000, S. 53.

<sup>4</sup> Schnelting, Gabriele: Die EZB, die neue Institution in der Union und Geldpolitische Funktion, Aachen 1998, S. 23.

<sup>5</sup> Wagner, Alexander: S. 22.

Weltwährungssystem von Bretton Woods handelte es sich um ein Festkurssystem, dass 1944 vereinbart wurde und zu den sogenannten Leitwährungsstandards gehört. Die Mitgliedsstaaten verpflichteten sich ihre Währungen gegenüber dem Dollar, der an das Gold gebunden war, festzulegen. Doch bereits ab Mitte der 60er Jahre wären die USA nicht mehr in der Lage gewesen ihren Goldeinlösungsverpflichtungen nachzukommen. Außerdem wuchs auf Grund des Vietnam-Kriegs das amerikanische Staatsdefizit, was zu hohen Inflationsraten führte<sup>6</sup>. „Vor allem aus diesem Grunde konnte der US-Dollar seiner Rolle als Reservewährung nicht mehr gerecht werden. Die Vereinigten Staaten widerriefen daher am 15. August 1971 offiziell ihre Goldeinlösungsverpflichtung.“<sup>7</sup> Dies und der Beschluss europäischer Staaten untereinander für Stabilität bezüglich der Währungen zu sorgen führte zum Zusammenbruch des Systems.<sup>8</sup>

„Nach dem Übergang zu freien Wechselkursen im internationalen System wurde 1972 der Europäische Wechselkursverbund (EWV), die sog. Währungsschlange gegründet.“<sup>9</sup> Ziel war es die Wechselkurse der einzelnen Staaten innerhalb einer Bandbreite von plus/ minus 2,25 Prozent stabil zu halten.<sup>10</sup> „Spekulationen an den internationalen Devisenmärkten führten jedoch bis 1976 zum Ausscheiden Großbritanniens, Irlands, Italiens und Frankreichs aus der Wechselkursunion“<sup>11</sup>, sodass die D-Mark dominierte. Doch auch die erste Ölkrise von 1973 führte zum Scheitern der Wirtschafts- und Währungsunion von 1971. So schieden viele Staaten aus dem EWV aus, da nationale Interessen an Bedeutung gewannen. „Die Realisierung einer Wirtschafts- und Währungsunion war in weite Ferne gerückt.“<sup>12</sup>

Mit dem Inkrafttreten des Europäischen Währungssystems (EWS) und der Schaffung einer gemeinsamen Währungseinheit, der European Currency Unit (ECU), erfolgte 1979 die Ablösung der Schlange.<sup>13</sup> Ziel war es die Mitgliedsstaaten unabhängiger von weltweiten Währungsschwankungen zu machen. „Das EWS sollte somit eine Zone innerer und äußerer Stabilität verwirklichen.“<sup>14</sup> Der ECU sollte dabei als „Bezugs- und Rechengröße im Wechselkursmechanismus und im Kreditmechanismus dienen.“<sup>15</sup> So wurde für jede nationale Währung ein Leitkurs zum ECU definiert und

---

<sup>6</sup>Palm, Ulrich: S. 51f.

<sup>7</sup>Palm, Ulrich: S. 52.

<sup>8</sup>Palm, Ulrich: S. 52.

<sup>9</sup>Schnelting, Gabriele: S. 23.

<sup>10</sup>Tilch, Stefan: EZB und europäisches System der Zentralbanken, Frankfurt am Main 2002, S. 6.

<sup>11</sup>Tilch, Stefan: S. 6.

<sup>12</sup>Palm, Ulrich: S. 57.

<sup>13</sup>Schnelting, Gabriele: S. 23.

<sup>14</sup>Schnelting, Gabriele: S. 24.

<sup>15</sup>Palm, Ulrich: S. 58.



somit „für jede einzelne Währung Paritäten zu allen anderen teilnehmenden Währungen festgelegt.“<sup>16</sup>

Bis 1986 erweiterte sich die Europäische Gemeinschaft (EG) um sechs Staaten. Schon 1973 waren Dänemark, Großbritannien und Irland hinzugekommen, 1981 folgte Griechenland und 1986 traten auch Portugal und Spanien der Gemeinschaft bei.<sup>17</sup>

## **2.2 Von der Einheitlichen Europäischen Akte bis zur Entstehung der EZB**

Aufgrund der Einheitlichen Europäischen Akte von 1987 wurden Änderungen in den bestehenden Verträgen vorgenommen, so wurde das Ziel einer Währungsunion erstmals im EG-Vertrag durch die Einführung des Artikels 102 a fixiert und das Ziel der Vollendung des Binnenmarktes bis zum 31. 12. 1992 gesetzt.<sup>18</sup>

Um die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zu vollenden, wurde 1988 ein Expertenausschuss in Hannover unter dem Vorsitz von Jacques Delors eingesetzt, „der die konkreten Etappen zur Wirtschafts- und Währungsunion prüfen und einen Vorschlag erarbeiten sollte.“<sup>19</sup> Der daraus hervorgehende Delors-Plan war ähnlich konzipiert wie der Werner-Plan und sah die Vollendung in drei Stufen und die Errichtung einer europäischen Zentralbank vor. Er diente als „Grundlage der Verhandlungen für den Unionsvertrag“<sup>20</sup>. So wurde 1989 in Madrid von den Staats- und Regierungschefs beschlossen am 1. Juli 1990 mit der ersten Stufe der WWU zu beginnen.

Mit dem Vertrag von Maastricht, der 1991 vereinbart und 1992 in Lissabon unterzeichnet wurde, war die Europäische Union (EU) ins Leben gerufen worden. Der Vertrag trat 1993 in Kraft und löste den EWG-Vertrag von 1958 ab.<sup>21</sup> Er „beinhaltet vor allem die vertraglichen Abmachungen zur Wirtschafts- und Währungsunion und schafft damit wichtige Voraussetzungen für die einheitliche Geldpolitik des Europäischen Systems der Zentralbanken.“<sup>22</sup> In dem Vertrag wurde beschlossen die WWU bis 1999 zu vollenden. Die dafür erforderlichen Konvergenzkriterien wurden außerdem festgelegt.<sup>23</sup> So bildet der Maastricht-Vertrag die Grundlage für die

---

<sup>16</sup> Palm, Ulrich: S. 58.

<sup>17</sup> Wagner, Alexander: S. 21.

<sup>18</sup> Tilch, Stefan: S. 8f.

<sup>19</sup> Palm, Ulrich: S. 63.

<sup>20</sup> Schnelting, Gabriele: S. 26.

<sup>21</sup> Schnelting, Gabriele: S. 26.

<sup>22</sup> Tilch, Stefan: S. 13.

<sup>23</sup> Wagner, Alexander: S. 22.

Währungsunion und sieht drei Stufen, bei denen er „im wesentlichen auf den Delors-Bericht zurückgreift“<sup>24</sup>, zur Verwirklichung vor. „Durch diesen Stufenplan soll über einen relativ lang gestreckten Zeitraum eine behutsame Angleichung der Finanz- und Wirtschaftspolitiken der verschiedenen Mitgliedsstaaten erreicht werden.“<sup>25</sup>

Die erste Stufe begann 1990 und endete am 31. 12. 1993. Sie kann als Lern- und Koordinierungsphase bezeichnet werden und sah vor allem die Ausrichtung und Vorbereitung der nationalen Haushaltspolitiken auf die Geldwertstabilität und Haushaltsdisziplin vor, um so eine Stabilitätsgemeinschaft herzustellen. Außerdem sollten sämtliche Schranken bezüglich des freien Verkehrs von Personen, Waren, Dienstleistungen und Kapital beseitigt werden, um so die sogenannten vier Freiheiten zu gewähren.<sup>26</sup> Die noch bestehenden Beschränkungen des Kapitalverkehrs wurden aufgehoben und die Zusammenarbeit der Zentralbanken und die Koordinierung der Wirtschaftspolitiken verstärkt.<sup>27</sup> Desweiteren sollten alle Währungen der EG in den Wechselkursmechanismus des EWS integriert werden. So fand 1993 eine „Erweiterung der EWS- Bandbreite auf plus/minus 15 Prozent“<sup>28</sup> statt, da starke Wechselkursschwankungen voraus gegangen waren.

Die zweite Stufe der WWU begann am 1. Januar 1994. In dieser Stufe wurde dafür gesorgt, dass die nationalen Zentralbanken Weisungs- und Beeinflussungsfrei werden und somit im Einklang mit Art. 107 EGV agieren. Auch alle anderen nationalen geld- und währungspolitischen Vorschriften mussten in Einklang mit dem europäischen Primärrecht gebracht werden. Außerdem wurde die wirtschaftliche Integration vertieft und nach der Erfüllung der Konvergenzkriterien gestrebt.<sup>29</sup> Zu Beginn der zweiten Stufe wurde das Europäische Währungsinstitut (EWI) in Frankfurt am Main gegründet.<sup>30</sup> Es gilt als Vorläufer der EZB und diente dazu „die Kooperation zwischen den Mitgliedsstaaten in Geldangelegenheiten [zu] unterstützen, die Konvergenz zwischen den Mitgliedsstaaten [zu] verbessern und den logistischen und regulatorischen Rahmen sowie das Konzept der künftigen Geldpolitik ab Beginn der dritten Stufe vor[zubereiten.“<sup>31</sup> Folglich standen die Intensivierung der Kooperation von Zentralbanken und die Koordination von nationalen Währungspolitiken hinsichtlich Preisstabilität im Vordergrund der Arbeit des EWI. Die Kompetenz für

---

<sup>24</sup> Schnelting, Gabriele: S. 27.

<sup>25</sup> Schnelting, Gabriele: S. 27.

<sup>26</sup> Schnelting, Gabriele: S. 27.

<sup>27</sup> Wagner, Alexander: S. 22.

<sup>28</sup> Wagner, Alexander: S. 22.

<sup>29</sup> Schnelting, Gabriele: S. 27.

<sup>30</sup> Wagner, Alexander: S. 23.

<sup>31</sup> Schnelting, Gabriele: S. 29.

die Geldpolitik lag allerdings während der gesamten zweiten Stufe weiterhin ausschließlich bei den Mitgliedsstaaten.<sup>32</sup>

Im Dezember 1995 wurde beim Gipfeltreffen in Madrid der Zeitplan für die Währungsunion festgelegt. So sollte die Einführung des Euro in 3 Phasen ablaufen und 1998 beginnen. Im Frühjahr 1998 wurde vom Ministerrat über die Teilnehmer bei der Währungsunion entschieden. Anhaltspunkte sollten die Konvergenzkriterien aus dem Maastricht-Vertrag liefern. „Die Konvergenzkriterien sind eine Zusammenstellung von makroökonomischen Faktoren.“<sup>33</sup> Sie beziehen sich auf die Preisstabilität, die Finanzlage der öffentlichen Hand, die Teilnahme am Wechselkursmechanismus und die Konvergenz der Zinssätze.<sup>34</sup> Der Europäische Rat beschloss, „dass elf Mitgliedsstaaten die notwendigen Voraussetzungen für die Einführung der einheitlichen Währung erfüllen (...) demnach wird die Währungsunion mit Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, den Niederlanden, Österreich, Spanien und Portugal insgesamt elf Länder umfassen. Großbritannien, Dänemark und Schweden haben bereits erklärt, nicht von Beginn an teilnehmen zu wollen.“<sup>35</sup> Anschließend begann die erste Phase, die den Aufbau der EZB und zahlreiche Vorbereitungen zur Währungsunion vorsah.<sup>36</sup> Bei dem Beschluss des Rates über die Teilnehmer an der Währungsunion ist klar geworden, dass es sich vor allem um eine politische Entscheidung handelte, denn viele Länder hatten die Konvergenzkriterien nicht einhalten können, waren aber trotzdem in den Teilnehmerkreis aufgenommen worden.<sup>37</sup>

Außerdem wurde die EU 1995 nochmals um Finnland, Österreich und Schweden erweitert.<sup>38</sup>

### **2.3 Von der Einführung des Euro bis heute**

Mit dem Start der Währungsunion am 1. Januar 1999 begann die dritte Stufe der WWU. Als Kernstück dieser Stufe gilt die Errichtung der Europäischen Zentralbank und in Verbindung damit die Eingliederung der nationalen Banken in das Europäische Zentralbankensystem (ESZB) und die Einführung des Euro. Der ECU wurde vom

---

<sup>32</sup> Schnelting, Gabriele: S. 30.

<sup>33</sup> Tilch, Stefan: S. 17.

<sup>34</sup> Tilch, Stefan: S. 17f.

<sup>35</sup> Tilch, Stefan: S. 26.

<sup>36</sup> Schnelting, Gabriele: S. 30ff.

<sup>37</sup> Tilch, Stefan: S. 27.

<sup>38</sup> Wagner, Alexander: S. 23.

Euro im Verhältnis 1:1 ersetzt. Somit war die Währungsunion eine Währungsumstellung und keine Währungsreform, denn die „Wertrelationen werden nicht verändert.“<sup>39</sup>

Im Januar 1999 wurden die Wechselkurse fixiert und der Euro im Bereich bargeldloser Transaktionen eingeführt. Diese Einführung wird als Stufe 3a bezeichnet und dauerte drei Jahre. Während dieser Zeit wurde der Bargeldverkehr weiterhin mit nationalen Währungen geführt. In der darauf folgenden sogenannten Phase 3b wurde der Euro ab Januar 2002 als gemeinsame Währung eingeführt und konnte gegen nationales Geld getauscht werden, sodass altes und neues Geld parallel im Umlauf war und als Zahlungsmittel genutzt wurde. Diese Phase endete im Juli 2002 nach einem halben Jahr. Der Euro galt von nun an als alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel.<sup>40</sup>

Der Euro als gemeinsame Währung erfordert eine gemeinsame Währungspolitik. Deshalb gaben die Teilnehmerländer ihre Zuständigkeit hinsichtlich der Geldpolitik vollständig an die Gemeinschaft ab. „Während die Währungspolitik somit in der Endstufe ausschließlich der Gemeinschaft obliegt, bleiben die Mitgliedsstaaten auch weiterhin für die allgemeine Wirtschaftspolitik, insbesondere für die Fiskalpolitik, zuständig.“<sup>41</sup> Außerdem gelten von nun an die Vorschriften des Defizitverfahrens nach Art. 104 EGV, so müssen öffentliche Defizite vermieden werden. Der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN) kann den Mitgliedsstaaten deshalb finanziellen Beistand geben. Somit resultiert aus der Vollendung der dritten Stufe auch eine zunehmende Bedeutung des ECOFIN-Rates, der als Forum zum Informationsaustausch dient.<sup>42</sup>

2001 war Griechenland als Teilnehmerland der Währungsunion hinzugekommen. Im Zuge der Osterweiterung konnten sich außerdem 2007 Slowenien und 2008 Zypern und Malta dem ESZB anschließen.<sup>43</sup>

Heute haben bereits „15 der 27 Mitgliedstaaten der Europäischen Union [...]die gemeinsame Währung eingeführt: Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Österreich, Portugal, Slowenien, Spanien und Zypern“<sup>44</sup>.

---

<sup>39</sup> Palm, Ulrich: S. 92.

<sup>40</sup> Schnelting, Gabriele: S. 31ff.

<sup>41</sup> Palm, Ulrich: S. 93.

<sup>42</sup> Palm, Ulrich: S. 93.

<sup>43</sup> <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/index.de.html> (26.08.2008).

<sup>44</sup> <http://www.ecb.int/ecb/10ann/history/html/index.de.html> (26.08.2008).

### 3. Die Europäische Zentralbank: Aufbau, Aufgaben und Ziele

Die Errichtung der Europäischen Zentralbank bzw. des Europäischen Systems der Zentralbanken erfolgte in der letzten Stufe der WWU im Jahre 1998/1999. Damit ist der EU ein bedeutender Schritt der gemeinsamen Geldpolitik gelungen. Bei der Erschaffung orientierte man sich stark am Federal Reserve System und der Deutschen Bundesbank. So stand die Deutsche Bundesbank „bei der Schaffung der EZB Pate“<sup>45</sup>. Demnach sind eine föderale Struktur und ein hohes Maß an Unabhängigkeit unter anderem signifikant für die EZB.<sup>46</sup>

Rechtsgrundlage für die EZB und die ESZB ist der Maastricht Vertrag (Vertrag über die Europäische Union) und die im beigefügten Protokoll enthaltene Satzung des ESZB und der EZB vom 7. Februar 1992.<sup>47</sup>

„Die geldpolitische Komponente einer Wirtschafts- und Währungsordnung muß drei Strukturelemente aufweisen, um die rechtliche Grundlage stabilen Geldes zu bilden. Fundamentale Voraussetzung ist, dass der Träger der Geldpolitik über eine funktionale, effektive Organisation verfügt; insbesondere muss er mit hinreichenden geldpolitischen Kompetenzen ausgestattet sein. Die beiden weiteren Elemente, die Unabhängigkeit der Zentralbank und ihre Ausrichtung auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität, bedingen einander.“<sup>48</sup>

Diese drei Elemente - also Organisation und die damit verbundenen Kompetenzen, Unabhängigkeit und Preisstabilität - sollen im Folgenden näher erläutert werden. Es soll zunächst geklärt werden, wie die Organisation der EZB aussieht, welche Organe bzw. Institutionen es gibt, wie sich diese zusammensetzen und welche Aufgaben sie erfüllen. Dafür soll erst das Europäische System der Zentralbanken und anschließend der Aufbau der EZB eingehend untersucht werden. Anschließend soll die Zielsetzung und im Kontext damit die Unabhängigkeit, Transparenz und Rechenschaftslegung, sowie das vorrangige Ziel der Preisstabilität erläutert werden. Auch die geldpolitischen Instrumente, die die EZB zur Erfüllung ihrer Ziele zur Verfügung hat, sollen dargestellt werden.

---

<sup>45</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: Die europäische Zentralbank, Marburg 2004, S. 45.

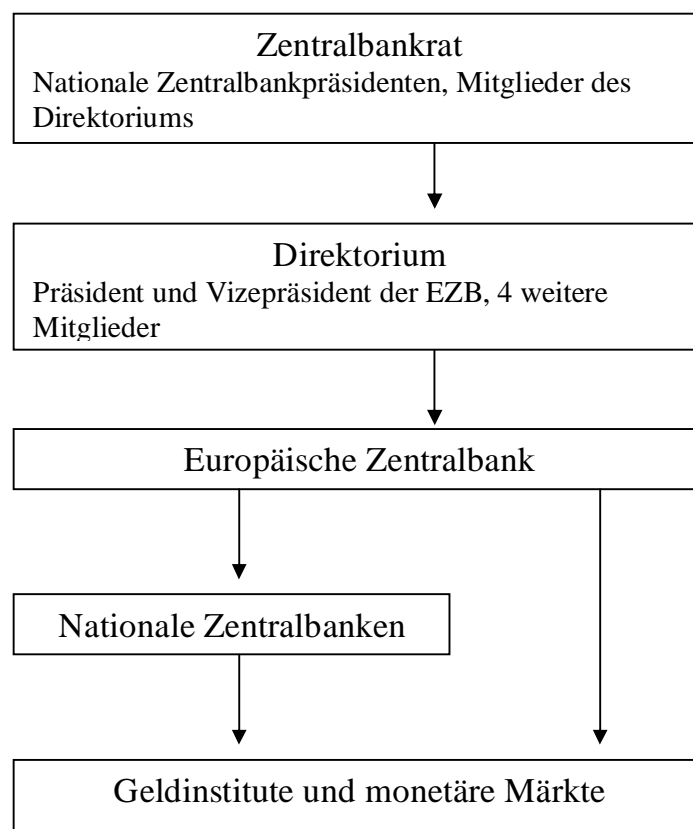
<sup>46</sup> Schnelting, Gabriele: S. 38.

<sup>47</sup> Schnelting, Gabriele: S. 39.

<sup>48</sup> Palm, Ulrich: S. 99.

### 3.1 Das Europäische System der Zentralbanken

Das Europäische System der Zentralbanken trat 1999 mit dem Beginn der dritten Stufe der WWU in Kraft. Es „ist durch eine vertikale Organisationsform gekennzeichnet.“<sup>49</sup> An der Spitze steht, wie auf dem Schaubild<sup>50</sup> zu erkennen ist, die EZB und ihre Organe. Darunter sind die nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Mitgliedsländer angesiedelt. Somit ist die EZB als institutioneller Kern des Systems anzusehen. Die nationalen Zentralbanken sind zwar an die Weisungen der EZB gebunden, aber weiterhin rechts- und geschäftsfähig. Es handelt sich also um ein föderatives Subordinationsverhältnis.<sup>51</sup>



„Die grundlegenden Aufgaben des ESZB bestehen darin, die Geldpolitik der Europäischen Union festzulegen und auszuführen, Devisengeschäfte nach den Vorgaben des Rates durchzuführen, die Währungsreserven der Mitgliedsstaaten zu

<sup>49</sup> Schnelting, Gabriele: S. 38.

<sup>50</sup> Wagner, Alexander: S. 80.

<sup>51</sup> Schnelting, Gabriele: S. 38ff.

verwalten und das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu gewährleisten.“<sup>52</sup>

Im ESZB behalten die nationalen Zentralbanken ihre Selbstständigkeit bei und „bleiben organisationsrechtlich weiterhin an die nationalen Rechtsordnungen ihrer jeweiligen Mitgliedsstaaten gebunden“<sup>53</sup>. Doch was die Geldpolitik betrifft sind sie an die Weisungen der EZB gebunden und können nicht mehr souverän agieren. So werden sie für folgende Tätigkeiten von der EZB herangezogen: „Ausführung der Geldpolitik der Gemeinschaft, Durchführung von Devisengeschäften, Ausgabe von Banknoten, Durchführung von Offenmarkt- und Kreditgeschäften, Überwachung der Mindestreservpolitik gegenüber den Kreditinstituten, Emittierung oder Aufkauf von Schuldtiteln als Fiskalagent der nationalen oder europäischen Körperschaften öffentlichen Rechts, Verwaltung von Währungsreserven, Überwachung des Funktionierens der nationalen und internationalen Verrechnungs- und Zahlungssysteme, Aufsicht über die Kreditinstitute, Überwachung der Stabilität des Finanzsystems“<sup>54</sup>. Das Monopol auf die Herausgabe von Banknoten und Münzen besitzt laut Artikel 106 EGV die EZB allein. Auch die Entscheidungen über das Volumen der Herausgabe werden von der EZB getroffen. Geleitet wird das ESZB von den Beschlussorganen der EZB, also dem EZB-Rat und dem Direktorium. Insofern haben „die nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Länder [...] ihre ökonomische Stellung als Zentralbank verloren.“<sup>55</sup>

Im ESZB bestehen Unterschiede zwischen den nationalen Zentralbanken hinsichtlich „Aufbau, Verwaltung und Personalwesen“<sup>56</sup>. Zwar mussten sie im Vorfeld der dritten Stufe der WWU „ihre innerstaatlichen Rechtsvorschriften einschließlich der Satzungen ihrer Zentralbanken mit dem Vertrag und der Satzung des ESZB in Einklang“<sup>57</sup> bringen (Art. 108 EGV). Beispielsweise werden die Präsidenten zwar nach nationalem Recht gewählt, müssen aber mindestens für fünf Jahre im Amt sein.<sup>58</sup> Dennoch weisen sie heterogene Strukturen auf. Damit dies nicht zu einer Uneinheitlichkeit bei der monetären Politik führt, ist es wichtig, „daß Teilnehmer der Währungsunion nur Mitgliedstaaten mit Stabilitätskultur und einer entsprechenden Haushaltsdisziplin sein können“<sup>59</sup>. So müssen neue Mitglieder laut Artikel 121 EGV

---

<sup>52</sup> Tilch, Stefan: S. 37.

<sup>53</sup> Schnelting, Gabriele: S. 51.

<sup>54</sup> Tilch, Stefan: S. 54.

<sup>55</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 41.

<sup>56</sup> Palm, Ulrich: S. 102.

<sup>57</sup> Schnelting, Gabriele: S. 51.

<sup>58</sup> Schnelting, Gabriele: S. 51.

<sup>59</sup> Palm, Ulrich: S. 103.

bestimmte Zugangskriterien, worunter auch die Konvergenzkriterien (Preisentwicklung, finanzpolitische Entwicklung, Wechselkursentwicklung, Entwicklung der langfristigen Zinssätze) fallen, erfüllen.<sup>60</sup>

### 3.2 Die Organe, deren Zusammensetzung und Funktion

Die EZB besteht aus drei Organen, diese sind der EZB-Rat, das Direktorium und der erweiterte Rat. Die EZB hat ihren Sitz in Frankfurt am Main.

Der EZB-Rat ist das oberste entscheidende Gremium. Er setzt sich aus den Mitgliedern des Direktoriums „und den Zentralbankpräsidenten der teilnehmenden Mitgliedsstaaten zusammen“.<sup>61</sup> Beschlüsse werden im Rat mit einfacher Mehrheit gefasst, wobei jedes Mitglied eine Stimme hat. Es müssen mindestens zwei Drittel der Mitglieder an einer Abstimmung teilnehmen, damit sie Gültigkeit hat. Bei Stimmgleichheit ist die Stimme des Präsidenten entscheidend. Ist der Rat nicht beschlussfähig, kann eine außerordentliche Sitzung einberufen werden. Um bei einer solchen Sitzung Beschlüsse zu treffen, ist keine Mindestteilnehmerzahl erforderlich. Durch diese Regelung können Staaten daran gehindert werden die Arbeit der EZB durch Fernbleiben zu blockieren.<sup>62</sup>

Das Direktorium stellt die zentrale Exekutive dar und übernimmt außerdem administrative Aufgaben. Die Mitglieder des Direktoriums sind der Präsident, dessen Vertretung und bis zu vier weitere Mitglieder, die auf Empfehlung des Ministerrats, „durch die Staats- und Regierungschefs der Teilnehmerstaaten im Europäischen Rat einvernehmlich ernannt“<sup>63</sup> werden. „Präsident und Vizepräsident müssen wie die übrigen Kandidaten für das Direktorium aus dem Kreis der in Währungs- oder Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten stammen.“<sup>64</sup> Ihre Amtszeit beträgt acht Jahre und sie können nicht wiedergewählt werden. Bei der ersten Ernennung mit Beginn der dritten Stufe ist eine Staffelung in der Besetzung vorgenommen worden, sodass ein gleichzeitiges Ausscheiden bzw. eine gleichzeitige Neuwahl aller Mitglieder ausgeschlossen wird. Dadurch kann „eine gewisse Kontinuität an gewachsenem Sachverstand im Direktorium sichergestellt werden“<sup>65</sup>.

---

<sup>60</sup> <http://www.ecb.eu/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.de.html> (11.08.2008).

<sup>61</sup> Schnelting, Gabriele: S. 44.

<sup>62</sup> Tilch, Stefan: S. 38.

<sup>63</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 43.

<sup>64</sup> Tilch, Stefan: S. 42.

<sup>65</sup> Schnelting, Gabriele: S. 48.



Wie im EZB-Rat werden Beschlüsse mit einfacher Mehrheit gefasst. Auch hier gibt der Präsident bei Stimmgleichheit den entscheidenden Ausschlag.<sup>66</sup>

Seit 2003 ist der Franzose Jean-Claude Trichet Präsident der EZB, der Grieche Lucas D. Papademos ist seit 2002 Vizepräsident der EZB.<sup>67</sup>

Beide Organe sind „für die Bestimmung und Durchführung der Geldpolitik der Gemeinschaft“<sup>68</sup> verantwortlich und werden durch den Präsidenten bzw. dessen Vertreter geleitet und nach außen vertreten. So hat der Rat die Aufgabe „alle strategischen geldpolitischen Grundentscheidungen und die für ihre Ausführung notwendigen Leitlinien“<sup>69</sup> zu erlassen. Außerdem wählt er die einzusetzenden Instrumente aus.<sup>70</sup> Das Direktorium ist für die Ausführung der Beschlüsse des Rates verantwortlich. Es „trägt die Verantwortung für die Durchsetzung und Umsetzung der geldpolitischen Entscheidungen“<sup>71</sup>. Außerdem kann es den nationalen Zentralbanken Weisungen erteilen.<sup>72</sup>

Der Erweiterte Rat ist nur vorübergehend eingerichtet worden. Ihm gehören der Präsident, der Vizepräsident und alle Zentralbankpräsidenten der Mitgliedsländer der EU an, also auch diejenigen, die nicht bzw. noch nicht an der Währungsunion teilnehmen.<sup>73</sup> Aufgabe des Erweiterten Rates ist es geldpolitische Belange zu erörtern, zu koordinieren und „vor allem die Konvergenzfortschritte von solchen Ländern zu überwachen, die noch nicht an der Währungsunion teilnehmen“<sup>74</sup>. Außerdem unterstützt er den EZB-Rat bei seiner Arbeit, zum Beispiel bei der Berichtstätigkeit und der Erhebung statistischer Daten.<sup>75</sup> Er verfügt über keine monetären Entscheidungskompetenzen.<sup>76</sup>

Bei der Gründung der EZB betrug das Kapital fünf Milliarden Euro. Inhaber und alleinige Zeichner sind die nationalen Zentralbanken. Sie leisten ihren Beitrag nach einem festgelegten Schlüssel, der alle fünf Jahre angepasst wird. Dieser setzt sich zu jeweils gleichen Teilen aus „der Bevölkerungszahl und dem Anteil des Landes am

---

<sup>66</sup> Tilch, Stefan: S. 43.

<sup>67</sup> <http://www.ecb.eu> (11.08.2008).

<sup>68</sup> Schnelting, Gabriele: S. 44.

<sup>69</sup> Schnelting, Gabriele: S. 45.

<sup>70</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 42.

<sup>71</sup> Schnelting, Gabriele: S. 49.

<sup>72</sup> Palm, Ulrich: S. 102.

<sup>73</sup> Schnelting, Gabriele: S. 44ff.

<sup>74</sup> Tilch, Stefan: S. 40.

<sup>75</sup> Tilch, Stefan: S. 40.

<sup>76</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 44.

Bruttoinlandsprodukt der Gemeinschaft“<sup>77</sup> zusammen. Zusätzlich geben die nationalen Zentralbanken Währungsreserven an die EZB, um ihre Arbeit hinsichtlich Devisengeschäften sicher stellen zu können. „Über den Zeitpunkt und die Höhe der Einforderungen der Beträge entscheidet der Rat der EZB nach eigenem Ermessen.“<sup>78</sup> Die monetären Einkünfte der EZB werden zweistufig zwischen dem allgemeinen Reservefonds der EZB und den nationalen Zentralbanken verteilt. Die Obergrenze der Kapitalzuführung auf den Reservefonds ist 100%, erst ein verbleibender Restbetrag wird an die Nationalen Banken „entsprechend den eingezahlten Kapitalanteilen“<sup>79</sup> ausgeschüttet. Bei Verlusten wird auf den Reservefonds, der zu diesem Zweck gegründet wurde, zurückgegriffen.<sup>80</sup> Das Erwirtschaften von Kapital ist nicht das Ziel der Arbeit der EZB sondern lediglich ein Nebeneffekt. „Das ESZB ist dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet und darf daher nicht den Maximen der Erwerbswirtschaft folgen.“<sup>81</sup>

### 3.3 Zielsetzung der Europäischen Zentralbank

Als Träger der Geldpolitik hat eine Zentralbank unterschiedliche generelle Aufgaben. Dazu zählen „-Geldpolitische Steuerungsfunktionen, -Notenemission, -Bank der Banken bzw. Leader of Last Resort, -Bank des Staates, -teilweise die Verwaltung der Währungsreserven und in einigen Ländern -die Bankenaufsicht“<sup>82</sup>.

Ab Beginn der dritten Stufe der WWU ist die EZB für die Geldpolitik zuständig, denn „die Europäische Zentralbank hat die geld- und währungspolitische Souveränität im Bereich des gesamten Geldwesens.“<sup>83</sup> Hinsichtlich der Notenemission hat sie das alleinige Genehmigungsmonopol, die Ausgabe erfolgt dezentral über die nationalen Zentralbanken. Auch die Funktion Lender of Last Resort – also die schnelle und kurzfristige Hilfe bei Liquiditätsengpässen - und Bank des Staates wird dezentral verfolgt. Bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs hat die EZB nur geringe zentrale Aufgaben. Der Großteil wird auch hier durch die nationalen Zentralbanken erfüllt. Die Verwaltung der Währungsreserven findet sowohl zentral als auch dezentral statt. So verwaltet die EZB einen festgelegten Betrag selbst, für den Rest sind die

---

<sup>77</sup> Schnelting, Gabriele: S. 41.

<sup>78</sup> Schnelting, Gabriele: S. 41.

<sup>79</sup> Palm, Ulrich: S. 105.

<sup>80</sup> Schnelting, Gabriele: S. 41ff.

<sup>81</sup> Palm, Ulrich: S. 106.

<sup>82</sup> Schnelting, Gabriele: S. 63.

<sup>83</sup> Schnelting, Gabriele: S. 65.

nationalen Banken zuständig. Hinsichtlich der Bankenaufsicht hat die EZB nur eine beratende Funktion.<sup>84</sup> Insofern lässt sich feststellen, dass die EZB „eher den Charakter einer koordinierenden und beschlußfassenden Institution“<sup>85</sup> hat, ihre Hauptaufgabe liegt in der Festlegung und Ausführung der Geldpolitik, also der „Anwendung des Notenbankinstrumentariums zur Beeinflussung der Geld- und Kreditversorgung innerhalb des Währungsgebiets“<sup>86</sup>.

Die zentralen Aufgaben der EZB sind in Artikel 105, Absatz 1 und 2, EGV festgelegt:

*„(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 3a genannten Grundsätze.*

*(2) Die grundlegenden Aufgaben des ESZB bestehen darin,*

*\* die Geldpolitik der Gemeinschaft festzulegen und auszuführen,*

*\* Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel 109 durchzuführen,*

*\* die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten,*

*\* das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.“*

Das oberste Ziel besteht also darin Preisstabilität zu gewährleisten, alle anderen Ziele wie zum Beispiel die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaft der Union sind diesem untergeordnet.<sup>87</sup>

Außerdem ist das ESZB für die Erhebung von Daten zuständig und nimmt eine Beratungsfunktion wahr.

### **3.3.1 Unabhängigkeit, Transparenz und Rechenschaftslegung**

Erfahrungen und empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass ein hohes Maß an Unabhängigkeit für eine Zentralbank wünschenswert ist. Denn Unabhängigkeit steht

---

<sup>84</sup> Schnelting, Gabriele: S. 97.

<sup>85</sup> Schnelting, Gabriele: S. 97.

<sup>86</sup> Palm, Ulrich: S. 107.

<sup>87</sup> Tilch, Stefan: S. 37.

im positiven Zusammenhang mit Geldwertstabilität. „Die Verhaltenshypothese besagt [...], dass Regierungen im Vergleich zu Zentralbanken weniger auf Preisniveaustabilität achten und sich länger sträuben, eine Inflation zu bekämpfen, weil damit negative Wachstums- und Beschäftigungseffekte einhergehen.“<sup>88</sup> Damit verbunden lassen sich zwei Gründe, die für die Unabhängigkeit von Zentralbanken sprechen, nennen. Zum einen wurde es aufgrund der inflationären Welle der 70er Jahre in vielen Ländern von zentraler Bedeutung weitere Inflationen zu vermeiden. Dies ist, basierend auf der erwähnten Hypothese, eher durch unabhängige Zentralbanken möglich. Zum anderen „legen [Geldvermögensbesitzer] ihr Geld bevorzugt in Währungen an, die als wertstabil gelten“<sup>89</sup>. Somit wurde der Druck auf Zentralbanken Preisniveaustabilität als Ziel zu verfolgen im Laufe der „Liberalisierung des internationalen Kapitalverkehrs“ erhöht.<sup>90</sup> Gegen das Prinzip der Unabhängigkeit spricht das Demokratieprinzip, wonach alle Macht vom Volk ausgeht. Allerdings rechtfertigt das vorrangige Ziel der Preisstabilität die Unabhängigkeit einer Zentralbank.<sup>91</sup>

Hinsichtlich der Arbeit von Zentralbanken lassen sich „unterschiedliche Varianten von Unabhängigkeit“ identifizieren. Dazu gehören Zielunabhängigkeit, Instrumentenunabhängigkeit und personelle, sowie finanzielle Unabhängigkeit.<sup>92</sup> In der Literatur wird außerdem die funktionelle Unabhängigkeit<sup>93</sup> hinzugezogen, die dicht bei Ziel- und Instrumentenunabhängigkeit anzusiedeln ist.

Zielunabhängigkeit bedeutet, dass eine Zentralbank ihr Ziel selbst bestimmen kann. Laut Artikel 105 EGV ist das vorrangige Ziel der EZB Preisniveaustabilität. Eine nähere Definition ist nicht gegeben. Dementsprechend kann die EZB selbst entscheiden, was sie unter Preisniveaustabilität versteht und wie sie dieses Ziel verfolgt. Eine Einschränkung in ihrer Zielunabhängigkeit erfährt die EZB lediglich innerhalb der Wechselkurspolitik. Denn „der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister [kann] mit anderen Ländern Wechselkursvereinbarungen treffen, welche die EZB letztlich zu akzeptieren hat“<sup>94</sup>.

Unter Instrumentenunabhängigkeit versteht man „im Wesentlichen [...], dass eine Zentralbank die Refinanzierungsbedingungen für die Geschäftsbanken autonom

---

<sup>88</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 45.

<sup>89</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 47.

<sup>90</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 47.

<sup>91</sup> Palm, Ulrich: S. 100.

<sup>92</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 47ff.

<sup>93</sup> Palm, Ulrich: S. 122.

<sup>94</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 48.

bestimmen kann“<sup>95</sup>. Im Protokoll über die Satzung der ESZB und der EZB sind in Artikel 17, 18, 19 und 20 die einsetzbaren Instrumente aufgelistet. Allerdings ist der EZB eingeräumt worden „allgemeine Grundsätze des Einsatzes selbst aufstellen und unter bestimmte Bedingungen auch andere Instrumente der Geldpolitik einsetzen zu dürfen“<sup>96</sup>. Des Weiteren unterliegt die EZB einem doppelten Weisungsverbot. Das heißt, dass sie weder Weisungen einholen darf, noch dürfen andere nationale oder supranationale Institutionen Weisungen gegenüber der EZB erteilen. Diese Regelung, die sich aus Art. 107<sup>97</sup> ergibt, soll die Unabhängigkeit in der Entscheidungsfindung und der Arbeit der EZB sicherstellen. Dementsprechend mussten im Vorfeld der Europäischen Währungsunion (EWU) auch die teilnehmenden nationalen Zentralbanken ihre Unabhängigkeit sicherstellen bzw. ihre Organisation von abhängig zu unabhängig umformen.<sup>98</sup> So „wurden [viele] erst im Laufe der Vorbereitungen zur EWU unabhängig.“<sup>99</sup> Die instrumentelle Unabhängigkeit der EZB war also schon bei Beginn der Währungsunion gewährleistet.<sup>100</sup>

Eng verknüpft mit Ziel- und Instrumentenunabhängigkeit ist die funktionelle Unabhängigkeit. Eine Bank ist funktionell unabhängig, wenn sie sich, wie die EZB, auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität verpflichtet. Einen weiteren Aspekt stellt die Regelung, dass die Arbeit der Zentralbanken nicht gegen die Ziele und Aufgaben des ESZB verstoßen darf, dar. Auch das Verbot „Kredite bei der Zentralbank zu erwerben oder ihr Schuldtitel zu verkaufen“, trägt positiv zur funktionellen Unabhängigkeit bei.<sup>101</sup>

Ein weiterer Aspekt ist die personelle Unabhängigkeit. Darunter versteht man die Unabhängigkeit der Mitarbeiter der EZB von Regierungsinstanzen. Lange Amtszeiten, ein Verbot der Wiederernennung und die Möglichkeiten vorzeitige Entlassungen nur in Ausnahmefällen vorzunehmen, tragen positiv zur personellen Unabhängigkeit bei. So liegen die Amtsperioden der Mitglieder der EZB bei zwischen fünf und acht Jahren, die Mitglieder des Direktoriums können nicht wieder gewählt werden und vorzeitige Entlassungen sind nur unter bestimmten Bedingungen möglich. Beispielsweise kann der Präsident einer Zentralbank nur dann entlassen werden, „wenn er die Voraussetzungen für die Ausübung seines Amtes nicht mehr

---

<sup>95</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 49.

<sup>96</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 49.

<sup>97</sup> Tilch, Stefan: S. 37.

<sup>98</sup> Schnelting, Gabriele: S. 59ff.

<sup>99</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 44.

<sup>100</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 49.

<sup>101</sup> Tilch, Stefan: S. 58.

erfüllt oder eine schwere Verfehlung begangen hat“<sup>102</sup>. Eine Entlassung kann also nicht als Druckmittel missbraucht werden. Außerdem werden die Mitglieder „von unterschiedlichen Stellen vorgeschlagen und ernannt“<sup>103</sup>. Diese Regelungen sollen die Beeinflussung von Entscheidungen innerhalb der EZB durch politische Parteien und Interessengruppen verhindern.

Als letzter Punkt ist die finanzielle Unabhängigkeit zu nennen. Diese wurde bei der EZB durch die Bereitstellung von Kapital der nationalen Zentralbanken, mit dem sie Ihre Arbeit selbständig ausführen kann, gewährleistet. Der Beitrag wird nach einem festgelegten Schlüssel geleistet und gehört nicht zum Haushalt der Gemeinschaft. Stattdessen sind die nationalen Zentralbanken alleinige Zeichner und Inhaber. Außerdem trägt der Einsatz von unabhängigen Wirtschaftsprüfern zur finanziellen Unabhängigkeit bei.<sup>104</sup>

Desweiteren wird die Unabhängigkeit der EZB durch das Verbot, an öffentliche Haushalte Kredite zu vergeben, gestärkt. Dies ist in Artikel 21 des Protokolls über die Satzung der ESZB und der EZB geregelt. Ziel ist es mögliche inflationäre Auswirkungen durch die Verschuldung von Staaten zu vermeiden und das Vertrauen der Bevölkerung in den Euro nicht zu verlieren<sup>105</sup>.

Laut einer Studie Bofingers von 2001 ist die EZB die unabhängigste Zentralbank der Welt. Bei der Untersuchung wurden die Zielunabhängigkeit, Instrumentenunabhängigkeit und die personelle Unabhängigkeit bewertet. Die Bewertungsspanne reichte von 0-2, wobei 0 für abhängig und 2 für unabhängig steht. Bofinger, bewertete die Zielunabhängigkeit der EZB mit 2, die Instrumentenunabhängigkeit mit 1,33 und die personelle Unabhängigkeit mit 1,8. Aus diesen Werten ergibt sich ein Durchschnittswert von 1,7. Das ist das höchste Ergebnis seiner Erhebung im Vergleich mit anderen Zentralbanken.<sup>106</sup> „Man sieht, dass die EZB die wohl unabhängigste Bank der Welt ist. Sie definiert ihr Ziel quantitativ selbst und ist beim Einsatz der geldpolitischen Instrumente frei. Die Amtsinhaber besitzen lange Amtszeiten, die Benennung ist zeitlich gestaffelt und es wird ein politisch diversifiziertes Verfahren bei der Benennung der Mitglieder des Zentralbankrates praktiziert.“<sup>107</sup>

---

<sup>102</sup> Tilch, Stefan: S. 57.

<sup>103</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 50.

<sup>104</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 50.

<sup>105</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 51.

<sup>106</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S.52.

<sup>107</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 52f.

Neben der Unabhängigkeit, sind auch hinsichtlich der Transparenz und der Rechenschaftspflicht der EZB zahlreiche Regelungen getroffen worden. Denn Unabhängigkeit soll nicht zu einer Arbeitsweise „in der Form einer Geheimdiplomatie“ führen. Dies sieht auch die EZB so und schreibt in ihrem Monatsbericht vom Januar 1999: „In einem demokratischen Rahmen ist es unerlässlich, dass eine unabhängige Zentralbank offen, transparent und deutlich in Bezug auf die Gründe für ihre Handlungen und rechenschaftspflichtig für ihre Leistungen ist.“<sup>108</sup> Transparenz und Rechenschaftspflicht fördern nicht nur den demokratischen Aspekt, sondern auch Glaubwürdigkeit, Selbstdisziplin und Orientierung für Märkte. So ist die EZB aufgrund der Offenlegung ihrer Strategie und Ziele gezwungen diese auch einzuhalten um glaubwürdig zu bleiben. Durch diese Berechenbarkeit können sich Märkte und wirtschaftliche Akteure orientieren und Erwartungen bilden.<sup>109</sup>

Es können zwei Formen von Transparenz unterschieden werden. Zum Einen ist hier „die Vermittlung der faktisch verfolgten Geldpolitik einer Zentralbank gegenüber dem Publikum“ und zum anderen „die Offenlegung und Verdeutlichung des Prozesses, der zu dieser oder jener Geldpolitik geführt hat“ zu nennen.<sup>110</sup> Es geht also um die Ergebnisse bzw. die Inhalte und um den Prozess der Entscheidungsfindung.

Um die Arbeit der EZB zu kontrollieren bzw. ein Vakuum auszuschließen, können laut Art. 109 b EGV „der Präsident des Rates der Minister und ein Mitglied der Kommission ohne Stimmrecht an den Sitzungen des Rates der EZB teilnehmen“<sup>111</sup> Dies gilt auch für die Sitzungen des Erweiterten Rates.<sup>112</sup> Trotzdem sind die Inhalte der Ratssitzungen vertraulich, die Protokolle werden nicht veröffentlicht. Die Arbeit der EZB ist also nicht transparent hinsichtlich des Prozesses, stattdessen wird „in Pressemitteilungen [...] der (wahrscheinlich fehlerhafte) Eindruck erweckt, dass Entscheidungen immer im Konsens und einstimmig fallen“<sup>113</sup>. Die EZB begründet ihre Verschlossenheit damit, ihre Mitglieder nicht Interessengruppen aussetzen und das Publikum nicht durch mögliche Diskussionen verunsichern zu wollen. Kritiker meinen, dass durch die personelle Unabhängigkeit schon genug Vorsorge für die Mitarbeiter getroffen sei. Außerdem würden Diskussionen das monetäre Verständnis der Bürger fördern und so Unsicherheiten vermindern. Die Verschlossenheit in

---

<sup>108</sup> EZB, Monatsbericht Januar 1999, S. 47.

<sup>109</sup> EZB: Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt am Main 2004, S. 71f.

<sup>110</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 54.

<sup>111</sup> Schnelting, Gabriele: S. 59.

<sup>112</sup> Tilch, Stefan: S. 40.

<sup>113</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 54.

geldpolitischen Angelegenheiten sei in einem demokratischem Staat bzw. einer demokratischen Staatengemeinschaft nicht tragbar.<sup>114</sup> Fest steht, dass die EZB durch ihre Intransparenz hinsichtlich des Prozesses der Entscheidungsfindung „im Vergleich mit anderen Zentralbanken zu einer der zugeknöpftesten der Welt“<sup>115</sup> wird.

Doch es existieren Regelungen, durch die Foren und Diskussionen erschaffen werden. Diese sind zwar nicht bindend, aber dennoch förderlich und positiv für die Gemeinschaft<sup>116</sup>, da sie „die öffentliche Kontrolle der unabhängigen EZB in gewissem Umfang sichern“<sup>117</sup>. So „erscheint der Präsident der EZB mehrmals im Jahr im Ausschuss für Wirtschaft und Währung und diskutiert dort die Geldpolitik der EZB. Auch zum ECOFIN-Rat und zur Europäischen Kommission existieren Kommunikationswege.“<sup>118</sup>

Im Kontext mit Transparenz bzw. der ersten Form von Transparenz, nämlich der „Vermittlung der faktisch verfolgten Geldpolitik“<sup>119</sup>, steht außerdem die Rechenschaftspflicht. Diese definiert die EZB wie folgt: „Rechenschaftspflicht kann verstanden werden als die rechtliche und politische Verpflichtung einer unabhängigen Zentralbank, ihre Entscheidungen vor den Bürgern und Bürgerinnen und deren gewählten Vertretern ausführlich zu erläutern und zu rechtfertigen, sodass diese die Zentralbank für die Erfüllung ihrer Aufgaben zur Verantwortung ziehen können.“<sup>120</sup>

In Verbindung damit stehen eine Reihe von Berichtspflichten, denen die EZB laut EG-Vertrag nachkommen muss. Dazu zählen wöchentliche, monatliche und gesetzlich vorgeschriebene vierteljährliche und jährliche Berichte, die verschiedene Zwecke erfüllen. Die wöchentlichen Berichte sind als „konsolidierte finanzielle Darstellung zur geldpolitischen und wirtschaftlichen Analyse“<sup>121</sup> angelegt. In den vierteljährlichen Berichten werden die Aktivitäten des ESZB dargestellt und erläutert. Bei den jährlichen Berichten handelt es sich um zwei verschiedene Arten, so stellt einer der Berichte „die Tätigkeit des ESZB und die Geld- und Währungspolitik der EZB“ dar und ein anderer die „konsolidierte Bilanz des ESZB für Analyse- und Geschäftsführungszwecke“.<sup>122</sup> Außerdem gibt der Präsident der EZB monatlich eine Pressekonferenz, die im Anschluss an die EZB- Ratssitzungen statt findet.<sup>123</sup>

---

<sup>114</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 56f.

<sup>115</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 54.

<sup>116</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 53.

<sup>117</sup> Palm, Ulrich: S. 103.

<sup>118</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 53.

<sup>119</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 54.

<sup>120</sup> EZB 2004: S. 70.

<sup>121</sup> Schnelting, Gabriele: S. 61.

<sup>122</sup> Schnelting, Gabriele: S. 61.

<sup>123</sup> EZB, Monatsbericht November 2002, S. 58.



### 3.3.2 Preisniveaustabilität

Durch den Maastricht Vertrag ist die EZB eindeutig auf das vorrangige Ziel, der Wahrung von Preisstabilität, festgelegt worden. Dies soll, wie oben erwähnt durch die verfassungsmäßig garantierte Unabhängigkeit der EZB begünstigt werden.

Artikel 105 EGV (siehe Punkt 3.3) legt die EZB auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität fest, definiert diesen Begriff aber weder quantitativ noch qualitativ. Insofern wird nicht festgelegt, „was gerade noch ein tolerierbares Maß an Inflation wäre bzw. was Preisstabilität in der wirtschaftlichen Realität bedeuten soll.“<sup>124</sup> Der EZB wird also ein großes Maß an Freiheit bei der Definition des zu verfolgenden Ziels gegeben.

Doch warum wird Preisstabilität überhaupt so große Bedeutung zugemessen? Um diese Frage beantworten zu können ist es sinnvoll sich zunächst mit der Funktion von Geld an sich auseinanderzusetzen. Geld erfüllt mehrere Aufgaben. Heine und Herr<sup>125</sup> unterscheiden zwischen Geld als:

- a) Wertstandard also als „Recheneinheit zur Bewertung“;
- b) Zahlungsmittel also sowohl „Kaufmittel“ als auch „Wertübertragungsmittel“;
- c) Wertaufbewahrungsmittel und
- d) Budgetrestriktion.

Aus den verschiedenen Funktionen von Geld wird deutlich, dass Stabilität eine zentrale Voraussetzung für eine funktionierende Wirtschaft ist. „Geld ist die Steuerungszentrale der Ökonomie, da auf den Vermögenmärkten durch die Disposition über Geld beziehungsweise Geldvermögen über wirtschaftliche Dynamik entschieden wird.“ Um Preisstabilität gewährleisten zu können müssen sowohl Deflationen als auch Inflationen vermieden werden. Beide Prozesse haben verheerende Folgen für die Wirtschaft. So können Schwankungen beispielsweise einen Akzeptanz- und Vertrauensverlust bei der Bevölkerung aber auch bei Wirtschaftssubjekten hervorrufen. Dies kann wiederum zu Umsatzrückgängen, sinkender Kaufkraft oder dem Verlust von Gläubigern führen. „Ein stabiler Wertstandard [ist also] eine Voraussetzung für eine stabile Geldökonomie [...]. Ein

---

<sup>124</sup> Schnelting, Gabriele: S. 64.

<sup>125</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 22ff.

schwankender Wertstandard erzeugt nicht nur große Unsicherheiten, er führt auch zu destabilisierenden und sich verstärkenden negativen Effekten.“<sup>126</sup>

Wie schon erwähnt ist es das vorrangige Ziel der EZB das Preisniveau zu wahren. Die Art und Weise wie dies geschehen soll, ist im Vertragstext nicht näher definiert und somit dem EZB-Rat selbst überlassen. Dies ist keineswegs unnormal, sondern bei vielen Zentralbanken, wie zum Beispiel bei der Bank of England oder auch dem Federal Reserve System, der Fall. Bei der Definition der Inflationsziele wählen manche Banken eine einzige Ziffer, die meisten jedoch einen Korridor.<sup>127</sup> Die EZB hat ihr Inflationsziel in ihrem ersten Monatsbericht vom Januar 1999 quantitativ festgelegt und veröffentlicht um eine „klare Orientierungshilfe“ zu bieten und das Vertrauen in ihre Geldpolitik zu steigern: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 Prozent gegenüber dem Vorjahr.“<sup>128</sup> Eine Deflation wird ausgeschlossen, somit hat die EZB einen Korridor zwischen 0<sup>129</sup> und 2 Prozent als Inflationsziel, der mittelfristig beibehalten werden soll, gewählt. Damit hat sie im internationalen Vergleich den engsten Bereich definiert. „Die unabhängigste Zentralbank der Welt verfolgt also zugleich das strikteste Inflationsziel.“<sup>130</sup>

Außerdem existiert durch die Definition „keine regionale Verantwortlichkeit“, da der HVPI ein gewichteter Durchschnitt des nationalen HVPI des gesamten Euroraums ist. Dies schließt nicht aus, dass teilnehmende Staaten durchaus Schwankungen im Preisniveau haben, auch wenn der Wert für den gesamten Euroraum stabil ist.<sup>131</sup> Dazu äußert sich die EZB wie folgt: „Die Geldpolitik kann nur das Preisniveau im Euro-Währungsgebiet insgesamt und nicht das Inflationsgefälle zwischen Regionen oder Städten beeinflussen.“<sup>132</sup> Somit sieht sich die EZB selbst nicht regional verantwortlich, sondern nur für die Sicherung des Preisniveaus für den gesamten Euro-Raum zuständig. Sie räumt allerdings ein, dass die Geldpolitik es vorsieht, die Unterschiede zwischen den Inflationsraten zu berücksichtigen.<sup>133</sup>

---

<sup>126</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 25.

<sup>127</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 57ff.

<sup>128</sup> EZB, Monatsbericht Januar 1999, S. 51.

<sup>129</sup> Hier ist man sich in der Literatur nicht einig. So gehen manche Autoren von einer Untergrenze von null aus, andere ( z.B. Kißmer und Wagner) wiederum kritisieren, dass keine Untergrenze festgelegt wurde. Aus diesem Grund werde ich darauf verzichten die Kritik bezüglich der Untergrenze in Abschnitt 4.3 darzustellen.

<sup>130</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 61.

<sup>131</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut: Braucht die EZB eine “neue” geldpolitische Strategie?, Diskussionsbeitrag Nr. 315, Fernuniversität Hagen 2002, S. 6.

<sup>132</sup> EZB 2004: S. 55.

<sup>133</sup> EZB 2004: S. 55.

Kritiker halten es für falsch den Korridor bei 0 anzusetzen, da „aus statistischen Gründen die gemessene Inflation die tatsächliche Inflation überzeichnet“. Dies hängt mit dem Anstieg von Preisen und einer damit verbundenen Qualitätsverbesserung und „Substitutionseffekten“ - teure Produkte werden durch billige ähnliche Produkte ersetzt - zusammen. Beide Effekte würden bei Messungen der Inflationsraten nicht immer korrekt mit einbezogen. Außerdem könne ein Inflationsziel häufig nicht genau erreicht werden. Liegt es in einem solchen Fall bei 0 Prozent sei die Gefahr einer Deflation sehr groß „und die ökonomischen Kosten einer Deflation werden weit höher eingeschätzt als die Kosten einer Inflation“<sup>134</sup>, so die Argumentation der Kritiker.

Im Mai 2003 hat die EZB ihr Inflationsziel noch einmal erläutert und klar gestellt, dass „die Preissteigerungsrate mittelfristig unter, jedoch nahe 2 Prozent“<sup>135</sup> gehalten werden soll. Das Niveau soll also nicht an der Untergrenze des Korridors verfolgt werden. Dadurch sollen mögliche Deflationsrisiken generell verhindert werden und auch den regionalen Inflationsdifferenzen eine „Sicherheitsmarge“ eingeräumt werden.<sup>136</sup>

### 3.4 Geldpolitische Instrumente

Um das vorgegebene Ziel der Preisstabilität zu verwirklichen, stehen der EZB verschiedene geldpolitische Instrumente zur Verfügung. Diese sind in Kapitel vier der Satzung der ESZB und der EZB in Artikel 17ff geregelt. Zu den Instrumenten zählen Offenmarkt- und Kreditgeschäfte (Artikel 18) sowie das Instrument der Mindestreserve (Artikel 19). Die EZB kann auch andere Instrumente (Artikel 20) einsetzen. Diese müssen mit einer Mehrheit von zwei Dritteln der abgegebenen Stimmen beschlossen werden. Damit ist das Spektrum des möglichen Instrumentariums der EZB recht breit gesteckt. Des Weiteren ist die Sekundargesetzgebung, die das Verfahren bezüglich der Mindestreserve und Angelegenheiten die Dritte betreffen, regelt, dem EZB-Rat überlassen worden. Auch allgemeine Grundsätze, die beispielsweise Art und Umfang von Instrumenten festlegen, können von der EZB selbst aufgestellt werden. Die EZB ist somit (wie schon in Punkt 3.3.1 erwähnt) eine instrumentenunabhängige Zentralbank.

---

<sup>134</sup> Ehlgen, Jürgen: Geldpolitische Strategien, Diskussionspapier 93-01, Universität - Gesamthochschule Siegen 2001, S. 3f.

<sup>135</sup> EZB, Monatsbericht Juni 2003, S. 87.

<sup>136</sup> EZB 2004: S. 56f.

Bei der Auswahl der geldpolitischen Instrumente im Vorfeld der dritten Stufe der WWU mussten verschiedene Prinzipien beachtet werden. Dazu gehören nach Schnelting: Kontinuität, Einfachheit und Transparenz, Marktkonformität, Wettbewerbsneutralität, Subsidiarität und Dezentralität sowie Effizienz. Kontinuität meint, dass die gegebenen Infrastrukturen beachtet und die Erfahrungen der einzelnen Zentralbanken und Mitgliedsländer genutzt werden sollten, um so einen reibungslosen Ablauf zu schaffen zu können. Der Einsatz von neuen Instrumenten hätte diesen Ablauf gefährden können und gilt deshalb als problematisch. Einfachheit und die damit verbundene Transparenz war und ist insofern erforderlich, da sich die geldpolitischen Akteure besser an einfache, unkomplizierte Instrumente, die gut und deutlich zu verstehen sind, gewöhnen und diese akzeptieren können. Außerdem musste die Marktkonformität, also der Grundsatz der offenen Marktwirtschaft beachtet werden. Gegen diesen in Artikel 2 der ESZB-Satzung festgelegten Grundsatz dürfen die gewählten Instrumente nicht verstoßen. Auch die Wettbewerbsneutralität musste geachtet werden, es dürften also weder Systeme, Akteure oder Plätze bevorzugt oder benachteiligt werden. Ein weiteres Prinzip stellt die Subsidiarität und damit verbunden die Dezentralität dar. So müssten die ausgewählten Instrumente geeignet für eine dezentrale Durchführung durch die nationalen Zentralbanken sein. Als letzter Aspekt ist die Effizienz zu nennen. Hier können zwei Funktionen unterschieden werden. Zum einen die Steuerungseffizienz und zum anderen die Kosteneffizienz. Unter Steuerungseffizienz versteht man den wirksamen und exakten Einsatz von Instrumenten. Kosteneffizienz zielt dagegen auf niedrige verursachte Kosten ab. Damit die gewählten Instrumente effizient sind, müssten sie außerdem ein gewisses Maß an Flexibilität erfüllen, um wirksam eingesetzt werden zu können. Des Weiteren sollten die Instrumente geeignet sein Signale an Geschäftsbanken abzugeben. Die EZB selbst sollte in der Lage sein Informationen aus der Marktentwicklung zu entnehmen. Dadurch können auf allen Akteursseiten Kenntnisse über aktuelle Prozesse gebildet werden.<sup>137</sup>

Doch neben diesen Prinzipien mussten und müssen bei der Wahl der Instrumente auch andere exogene Faktoren beachtet werden. Dazu zählen die Finanzmarktstruktur, die Integration von Geldmärkten sowie die gesetzliche und rechtliche Umgebung. Vor Beginn der dritten Stufe bestanden große Unterschiede bei der Auswahl der

---

<sup>137</sup> Schnelting, Gabriele: S. 191ff.

geldpolitischen Instrumente unter den Mitgliedsstaaten, eine Harmonisierung war deshalb erforderlich.<sup>138</sup>

Die geldpolitischen Instrumente, die der EZB zur Verfügung stehen, können in drei Bereiche unterteilt werden, diese sind: a) die Offenmarktpolitik, b) dauerhafte Fazilitäten und c) Mindestreserven.

zu a): Unter Offenmarktgeschäften versteht man den An- und Verkauf von Wertpapieren auf Initiative der Zentralbank. Mit dem Verkauf kann Liquidität entzogen werden was zu einer kontraktiven Geldpolitik führt. Der Ankauf dagegen bewirkt die Erhöhung von Bankenliquidität und lässt sich somit einer expansiven Geldpolitik zuordnen. Die Offenmarktgeschäfte sind das Hauptinstrument der EZB. Sie erfüllen fast alle oben genannten Prinzipien. So sind sie sowohl steuerungs- als auch kosteneffizient, da das Zins- und Liquiditätsniveau flexibel und ohne Zeitverzögerung gesteuert werden kann. Die dabei entstehenden Kosten sind gering, denn Offenmarktgeschäfte können mit schnellen und modernen EDV-Systemen abgewickelt werden. Auch der Kontinuitätsaspekt kann durch die Häufigkeit des Gebrauchs erfüllt werden. Außerdem können Signale zum Beispiel bezüglich Zinserwartungen gesetzt werden.<sup>139</sup>

Für die Abwicklung von Offenmarktgeschäften gibt es drei unterschiedliche Verfahren: Standardtender, Schnelltender und bilaterale Geschäfte. „Das Tenderverfahren ist ein Emissionsverfahren, bei dem Wertpapiere nach Art einer Versteigerung durch die Zentralbank gekauft werden.“<sup>140</sup> Der Unterschied zwischen Standard- und Schnelltender liegt in der zeitlichen Komponente. So werden Standardtender innerhalb von 24 Stunden und Schnelltender in maximal 2 Stunden vergeben. Bilaterale Geschäfte werden ohne Versteigerungsverfahren direkt vergeben und kommen erheblich seltener zum Nutzen.<sup>141</sup>

Fünf Instrumente lassen sich der Offenmarktpolitik zuordnen. Diese sind: reversible Transaktionen, definitive Transaktionen, die Ausgabe von Schuldpapieren, Devisenswapgeschäfte und die Hereinnahme von Termineinlagen. Unter reversiblen Transaktionsgeschäften versteht man den Kauf von Wertpapieren, bei dem sich der Verkäufer zum Rückkauf zu einem bestimmten festgelegten Termin verpflichtet. Für diesen Zeitraum gehen die Eigentumsrechte an den Käufer über. Dieses Instrument

---

<sup>138</sup> Schnelting, Gabriele: S. 194ff.

<sup>139</sup> Schnelting, Gabriele: S. 198ff.

<sup>140</sup> Tilch, Stefan: S. 91.

<sup>141</sup> Tilch, Stefan: S. 91.

wird auch als Wertpapierpensionsgeschäft bezeichnet. Reversible Transaktionen gibt es auch in Form von Verpfändungen. Die Eigentumsrechte werden dabei nicht übertragen. Die Fristen bei diesen Transaktionen sind flexibel und können im Grunde zwischen einem Tag und mehreren Monaten liegen.<sup>142</sup>

Der Unterschied zwischen reversiblen und definitiven Transaktionen, sogenannten Outrightgeschäften, besteht darin, dass der Kauf/ Verkauf von Wertpapieren endgültig ist und die Eigentumsübertragung vollständig erfolgt. Der Einsatz dieser Instrumente dient insbesondere strukturellen Operationen und Feinsteuerungszwecken.<sup>143</sup>

Weitere Instrumente sind Schuldenpapiere und Devisenswapgeschäfte. Die Emission von Schuldverschreibungen durch die EZB stellt die verzinste Anlagemöglichkeit für monetäre Überschüsse von Geschäftsbanken dar. „Bei einem Devisenswapgeschäft tätigt die Zentralbank Kassakäufe oder -verkäufe mit anderen Geschäftsbanken in einer bestimmten Währung unter gleichzeitiger Vereinbarung eines Gegengeschäftes auf Termin.“<sup>144</sup> So können Störungen auf den Wechselkursmärkten beschränkt und eine Feinsteuerung vorgenommen werden.

Als fünftes Instrument ist die Hereinnahme von Termineinlagen zu erwähnen. „Termineinlagen sind Gelder, die dem ESZB für eine bestimmte Zeit überlassen werden. Zum Zeitpunkt der Hinterlegung vereinbaren beide Seiten die Laufzeit und den Zinssatz.“<sup>145</sup> Dieses Instrument hat den Zweck die Liquidität auf dem Geldmarkt zu reduzieren.

Die Offenmarktpolitik kann in vier Kategorien unterteilt werden. Die erste und wichtigste ist das Hauptrefinanzierungsinstrument. Bei diesem werden befristete Transaktionen im wöchentlichen Abstand mit einer Laufzeit von zwei Wochen ausgeschrieben. „Im Durchschnitt eines Jahres werden etwa 75 Prozent der von der EZB emittierten Mittel über die Hauptfinanzierungsgeschäfte zugeteilt und über sie erhält die Wirtschaft insgesamt die entscheidenden zinspolitischen Signale.“<sup>146</sup> Als zweite Kategorie lassen sich längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten, die monatlich ausgeschrieben werden, nennen. Eine weitere Kategorie stellen Feinsteuerungsoperationen dar. Diese „werden von Fall zu Fall als flexibles Instrument zur Steuerung der Marktliquidität und der Zinssätze eingesetzt, in der Regel um die Auswirkungen unerwarteter marktmäßiger

---

<sup>142</sup> Schnelting, Gabriele: S. 200f.

<sup>143</sup> Schnelting, Gabriele: S. 203.

<sup>144</sup> Schnelting, Gabriele: S. 203f.

<sup>145</sup> Tilch, Stefan: S. 100.

<sup>146</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 69.

Liquiditätsschwankungen auf die Zinssätze auszugleichen“<sup>147</sup>. Zu ihnen gehören befristete Transaktionen, sowie Outright- oder Devisenswapgeschäfte. Die letzte Kategorie stellen strukturelle Operationen dar. „Diese werden dazu genutzt, die strukturelle Liquiditätsposition des Finanzsektors gegenüber dem Zentralbanksystem anzupassen.“<sup>148</sup> Befristete Transaktionen, die Emission von Schuldverschreibungen und Outrightgeschäfte können dieser Kategorie zugeordnet werden.<sup>149</sup>

zu b): Unter dauerhaften Fazilitäten versteht man Refinanzierungsgeschäfte. Bei diesem Instrument sind im Gegensatz zu Offenmarktgeschäften nicht die EZB, sondern die Geschäftsbanken die Initiatoren. Die Bedingungen, zu denen dauerhafte Fazilitäten abgewickelt werden, stellt die EZB selbst auf. Es lassen sich zwei unterschiedliche Formen, die von der EZB genutzt werden, unterscheiden.

Zum Einen gibt es Spitzenrefinanzierungsfazilitäten. Diese sind dafür vorgesehen die Übernachtliquidität von Geschäftsbanken zu vorgegebenen Zinssätzen und gegen bestimmte Sicherheiten herzustellen. Eine Höchstgrenze existiert nicht. „Dadurch garantiert die EZB dem Finanzsektor eine stets ausreichende Geldversorgung, was auch ihrer Funktion als Lender of Last Resort entspricht.“<sup>150</sup>

Eine andere Form stellen Einlagefazilitäten dar. Dabei handelt es sich um die kurzfristige Anlage von vorübergehenden Liquiditätsüberschüssen zu einem vorher festgelegten Zinssatz bis zum nächsten Tag. „Sofern also eine Geschäftsbank am Abend überschüssige Liquidität hat, kann sie dieses Geld entweder anderen Geschäftsbanken leihen, die knapp bei Kasse sind, oder es bei der EZB über Nacht anlegen.“<sup>151</sup>

Die<sup>152</sup> Zinssätze beider Fazilitäten bilden den Zinskorridor auf dem Geldmarkt. So stellt der Zinssatz für Spitzenfinanzierungsfazilitäten die Ober- und der Zinssatz für Einlagefazilitäten die Untergrenze dar.

zu c): „Zusätzlich ist es der Europäischen Zentralbank möglich, zur Verwirklichung der geldpolitischen Ziele zu verlangen, daß alle in den Mitgliedsstaaten niedergelassenen Kreditinstitute Mindestreserven auf Konten bei der EZB und den

---

<sup>147</sup> Wagener, Andreas: Die europäische Zentralbank, Wiesbaden 2001, S. 61.

<sup>148</sup> Wagener, Andreas: S. 61.

<sup>149</sup> Wagener, Andreas: S. 60f.

<sup>150</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 74.

<sup>151</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 75.

<sup>152</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 75f.

nationalen Zentralbanken unterhalten.“<sup>153</sup> Dies bedeutet für die Banken eine bestimmte Summe Geld bzw. einen bestimmten Prozentsatz ihrer Einlagen als Zentralbankguthaben stillzulegen. Allerdings muss diese Summe nur im Monatsdurchschnitt erfüllt werden. Aus diesem Grund kann die Bank das Geld auch für den Ausgleich bzw. die Überbrückung kurzfristig auftretender Engpässe flexibel nutzen. Denn „Unterdeckungen heute können durch Überfüllungen morgen ausgeglichen werden.“<sup>154</sup> Dieses Instrument dient der Stabilisierung der Zentralbankgeldmenge und der liquiditätspolitischen Grobsteuerung. Durch Hoch- oder Hinabsetzen des Prozentsatzes der geforderten Mindestreserven kann die Liquidität auf den Märkten gesteuert werden.<sup>155</sup> „Seit geraumer Zeit beträgt der Mindestreservesatz im Wesentlichen zwei Prozent.“<sup>156</sup>

Bei einem Verstoß gegen die Mindestreservepflicht kann die EZB Sanktionen erheben. Diese können in Form eines Strafzinses, einer Verpflichtung unverzinsliche Einlagen zu unterhalten oder auch in Form eines Ausschlusses von den geldpolitischen Instrumenten erfolgen.<sup>157</sup>

---

<sup>153</sup> Schnelting, Gabriele: S. 215.

<sup>154</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 77.

<sup>155</sup> Schnelting, Gabriele: S. 215f.

<sup>156</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 76.

<sup>157</sup> Tilch, Stefan: S. 107f.



#### 4. Der Einsatz und die Auswahl einer geldpolitischen Strategie

Eine bestimmte Strategie ist der EZB durch die Verträge und ihre Satzung nicht vorgegeben worden. Sie hat also auch hier, wie schon bei der Auswahl ihrer Instrumente und der Definition von Preisstabilität, einen großen Handlungsspielraum.<sup>158</sup> Doch warum wird überhaupt eine monetäre Strategie benötigt?

Ein Grundproblem der Geldpolitik ist, dass es den Zentralbanken in Folge von komplexen Transmissionsprozessen, deren Mechanismen noch nicht geklärt sind, nicht möglich ist, Inflationsraten direkt zu steuern. Unter Transmissionsprozess versteht man den Ablauf, „in dessen Rahmen die durch den Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums ausgelösten Impulse über eine Vielzahl von Kanälen mit langen und variablen Zeitverzögerungen auf die Preisentwicklung übertragen werden“<sup>159</sup>. Entsprechend wirken geldpolitische Maßnahmen erst mit einer zeitlichen Verzögerung auf die Preisentwicklung ein. Zusätzlich erschweren Innovationen, unvorhersehbare Schocks und Verhaltensänderungen von wirtschaftlichen Akteuren die geldpolitische Steuerung.<sup>160</sup> Es ist also nicht bekannt, wie und wann genau geldpolitische Maßnahmen wirken. Deshalb wird eine Strategie, die bei der Auswahl der Instrumente hilft und die anfallenden Kosten dafür reduziert, benötigt. „Eine geldpolitische Strategie kann definiert werden als ein längerfristig gültiges Verfahren, anhand dessen die Zentralbank entscheidet wie sie ihr Endziel, die Preisstabilität, erreichen will.“<sup>161</sup> Im Zusammenhang damit spielen zwei Funktionen eine wichtige Rolle: zum Einen hilft eine Strategie wie schon erwähnt bei dem „internen Entscheidungsprozess“ über die Auswahl der Instrumente und gibt eine einheitliche Linie vor, zum Anderen stellt sie „die Präsentation der geldpolitischen Handlungen gegenüber der Öffentlichkeit“ sicher.<sup>162</sup> Dies soll Glaubwürdigkeit in der Bevölkerung erzeugen und bewirken, dass die Zentralbank für verantwortlich gehalten werden kann.<sup>163</sup> Deshalb ist es wichtig, dass die Strategie zusätzlich transparent ist und über einen gewissen Grad an Reputation verfügt.<sup>164</sup> „Am Ende entscheidet das beobachtete Ergebnis der monetären Strategie über ihre Zweckmäßigkeit. Dabei wird der Erfolg der europäischen Geldpolitik [...]

---

<sup>158</sup> Schnelting, Gabriele: S. 64.

<sup>159</sup> Schnelting, Gabriele: S. 153.

<sup>160</sup> Wagener, Andreas: S. 57.

<sup>161</sup> Schnelting, Gabriele: S. 153.

<sup>162</sup> Schnelting, Gabriele: S. 156.

<sup>163</sup> Wagener, Andreas: S. 58.

<sup>164</sup> Schnelting, Gabriele: S. 153ff.

entscheidend von der Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank abhängen [...].<sup>165</sup>

Bei der Auswahl der geldpolitischen Strategie im Vorfeld der dritten Stufe der WWU waren unterschiedliche Varianten denkbar. So gab es die Möglichkeit einer Strategie mit einem Geldmengenziel, einer Strategie mit einem direkten Inflationsziel oder einer Kombinationen aus beiden. Es musste, um Reputation zu erlangen, auf die Erfahrungen der Mitgliedsstaaten geachtet werden, der Einsatz einer völlig neuen Strategie war deshalb nicht sinnvoll.<sup>166</sup>

Dementsprechend war Kontinuität ein wichtiges zu beachtendes Kriterium. Das EWI hat daneben noch fünf weitere Auswahlkriterien aufgestellt. Dabei handelt es sich um Verantwortlichkeit der EZB gegenüber der Öffentlichkeit, Unabhängigkeit und in Verbindung damit die Vereinbarkeit der Strategie mit den Verträgen, Transparenz sowie mittelfristige Orientierung, um einen Handlungsspielraum und Flexibilität sicher zu stellen. Das wichtigste Kriterium stellte jedoch Effektivität dar, ihm sind alle anderen unterzuordnen.<sup>167</sup>

Doch auch auf externe Faktoren, wie „die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft“ und „grenzüberschreitende Unterschiede“ musste Rücksicht genommen werden. Außerdem musste sicher gestellt werden, „daß der finanzpolitische Kurs mit der stabilitätsorientierten Geldpolitik vereinbar ist“.<sup>168</sup>

„Die geldpolitische Strategie der EZB muß deshalb so gewählt werden, daß sie für die Währungsunion insgesamt geeignet ist. Falls die geldpolitische Strategie bzw. der geldpolitische Kurs der EZB von einigen Mitgliedsländern als ungeeignet betrachtet werden sollte, könnte es für die EZB ein Risiko geben, daß sie bei ihren Entscheidungen nicht von allen Ländern genügend unterstützt werden würde.“<sup>169</sup>

Im Folgenden soll zunächst auf unterschiedliche praktizierte geldpolitische Strategien und anschließend auf die geldpolitische Strategie der EZB eingegangen werden. Danach sollen Vor- und Nachteile sowie die Kritik an der zwei-Säulen-Strategie dargestellt und erläutert werden. Abschließend soll die Frage ‚Besteht Änderungsbedarf bei der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank?‘, diskutiert werden.

---

<sup>165</sup> Schnelting, Gabriele: S. 153.

<sup>166</sup> Schnelting, Gabriele: S. 153.

<sup>167</sup> Schnelting, Gabriele: S. 156f

<sup>168</sup> Schnelting, Gabriele: S. 157f.

<sup>169</sup> Schnelting, Gabriele: S. 158.

## 4.1 Geldmengensteuerung, Inflation Targeting und Wechselkurssteuerung

Es gibt drei geldpolitische Strategien, die von Zentralbanken zur Erfüllung ihres Aufgabenbereichs genutzt werden. Diese sind die Geldmengensteuerung - auch Monetary Targeting genannt, Inflation Targeting und die Wechselkursstrategie.

Die Geldmengensteuerung ist eine Zwischenzielstrategie, die sich Ende der 60er bzw. Anfang der 70er Jahre entwickelte. Die Basis dieser Strategie ist monetaristisches Gedankengut. Folglich wird sie durch die Quantitätstheorie des Geldes begründet. Diese Theorie geht auf David Ricardo zurück und nimmt an, dass die Geldmengenausdehnung für eine Inflation oder inflationäre Prozesse verantwortlich ist.<sup>170</sup> Es besteht demnach die Annahme, dass ein „Zusammenhang zwischen der Preisänderungsrate und dem Wachstum von Geldmengenaggregaten“<sup>171</sup> existiert. Das Wachstum der Geldmenge fungiert als Zwischenziel der Strategie. Durch die Kontrolle des Geldmengenwachstums soll so Preisstabilität sicher gestellt werden. „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.“<sup>172</sup> Die Logik der Geldmengenregel ist somit die Ansteuerung eines Zwischenziels, um so das Endziel besser erreichen zu können.<sup>173</sup> Denn dieses ist auf Grund von unterschiedlich langen Wirkungsverzögerungen bzw. Transmissionsprozessen schwer direkt zu steuern. Die Voraussetzung für eine effektive Steuerung ist somit, dass zwischen dem Geldmengenaggregat und der Inflationsrate eine stabile Beziehung bzw. ein klarer Zusammenhang herrscht.<sup>174</sup>

Ehlgén<sup>175</sup> hat drei Vorteile identifiziert, dazu zählt der Aspekt der Verantwortlichkeit, Aktualität und Beurteilung durch die Öffentlichkeit. Wegen der klaren Regelbindung sei die Zentralbank allein für die Erfüllung ihrer Aufgaben verantwortlich und könne auch bei der Verfehlung ihrer Ziele zur Verantwortung gezogen werden. Hinsichtlich der Aktualität, lägen Daten für die Zwischenziele schnell vor. Somit sei eine Beurteilung der Arbeit der Zentralbank gut und schnell möglich. Als Beispiel für die Nutzung dieser Strategie kann die deutsche Bundesbank genannt werden.<sup>176</sup>

---

<sup>170</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 83ff.

<sup>171</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 62.

<sup>172</sup> EZB 2004: S. 58.

<sup>173</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 124.

<sup>174</sup> Ehlgén, Jürgen: S. 4ff.

<sup>175</sup> Ehlgén, Jürgen: S. 4ff.

<sup>176</sup> Schnelting, Gabriele: S. 161ff.

Gegner dieser Strategie halten sie für ineffizient, da ihrer Meinung nach Geld keine zentrale Bedeutung bei Transmissionsmechanismen zukommt. „Die Korrelation zwischen dem Geldmengenwachstum und der Inflation sei wohl langfristig hoch, jedoch kurz- und mittelfristig gering. Schließlich führe MT zu beträchtlichen (unerwünschten) Inflationsschwankungen.“<sup>177</sup> So sei die Geldmengenstrategie nur geeignet, wenn das Geldmengenwachstum den einzigen erklärenden Aspekt für Inflation darstellt. Dies sei aber nicht der Fall, da die Geldmenge nur ein Indikator unter vielen sei.<sup>178</sup>

Der Ansatz des Inflation Targeting entwickelte sich Ende der 80er Jahre, denn „die Orientierung an dem Zwischenziel der Geldmengenentwicklung [lieferte] keinen soliden Maßstab mehr“<sup>179</sup>. Da die Geldnachfrage immer instabiler geworden war, machte eine Strategie die von der Entwicklung der Geldmenge abhängig war, immer weniger Sinn. Somit handelt es sich um ein noch recht junges Konzept. Beispielsweise wurde es 1989 in Neuseeland, 1991 in Kanada und 1992 in Großbritannien eingeführt. Im Gegensatz zu der Geldmengensteuerung verfolgt Inflation Targeting die Einhaltung eines direkten Inflationsziels um Preisniveaustabilität zu gewähren, und damit auch Transparenz, Glaubwürdigkeit und Reputation zu erhöhen. Der Ansatz ist also einstufig und dementsprechend eine Endzielstrategie.<sup>180</sup>

Bei der Implementierung der Strategie sind unterschiedliche Varianten denkbar. So kann das Inflationsziel von der Zentralbank selbst, von der Regierung oder von beiden gemeinsam bestimmt werden. Außerdem ist als Ziel ein Trend des Preisniveaus oder eine Inflationsrate denkbar. Ersteres ist eine sehr harte Form, da Abweichungen im Folgejahr ausgeglichen werden müssen. Deshalb werden von Zentralbanken vermehrt jährliche Inflationsraten als Ziel gewählt. Diese haben den Vorteil, dass „Verfehlungen in der Vergangenheit - so groß sie auch waren - in der laufenden Geldpolitik nicht kompensiert werden [müssen]“<sup>181</sup>. Auch muss festgelegt werden, ob es sich bei dem Inflationsziel um eine einzelne Ziffer oder um einen Korridor, bei dem die Breite festgelegt werden muss, handelt. Weitere Variationsmöglichkeiten lassen sich in der Festlegung der Höhe der Zielinflationsrate, der Definition des

---

<sup>177</sup> Wagner, Helmut: Inflation Targeting versus monetary targeting, Diskussionsbeitrag Nr. 258, Fernuniversität Hagen 1998, S. 7.

<sup>178</sup> Wagner, Helmut: S. 7f.

<sup>179</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 142.

<sup>180</sup> Schnelting, Gabriele: S. 165ff.

<sup>181</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 143.

Warenkorbs zur Messung der Inflation und in der Formulierung von Ausnahmen, bei denen das Ziel nicht eingehalten werden muss, auffinden.<sup>182</sup>

Der Erfolg dieser Strategie ist stark abhängig von den Inflationsprognosen bzw. der Fähigkeit der Zentralbank diese aufzustellen und geeignete Vorhersagen zu formulieren. So besteht immer ein Risiko möglicher Fehlentscheidungen, das durch gute Inflationsprognosen vermindert werden kann. Die Kenntnisse einer Zentralbank über die Gründe der Entstehung von Preisniveauveränderungen sind somit entscheidend. „Kommt eine Zentralbank zu der Einschätzung, dass die erwartete Inflationsrate von der angestrebten Zielinflationsrate [...] nach oben abweicht, so muss sie die geldpolitischen Zügel anziehen, im anderen Fall muss sie sie lockern.“<sup>183</sup>

Um also die richtigen geldpolitischen Entscheidungen anhand der Prognosen treffen zu können, bedarf es einer breiten Auswahl an Indikatoren, bei denen ein Zusammenhang zur Inflation besteht. Bei den Indikatoren handelt es sich beispielsweise um die Entwicklung von Lohnstücknebenkosten, Wechselkursentwicklungen und Rohstoffpreisen.<sup>184</sup> Um Glaubwürdigkeit in der Öffentlichkeit zu erzeugen und zu fördern, ist es wichtig, diesen Zusammenhang zwischen Indikatoren und Inflation sowie Inflationsprognosen und Inflation Targeting aufzuzeigen und verständlich zu machen.<sup>185</sup> Wagner sieht in der Erstellung von Inflationsprognosen ein Zwischenziel, so wie es die Steuerung von Geldaggregaten bei der Geldmengenstrategie darstellt.<sup>186</sup>

Heine und Herr<sup>187</sup> haben drei Vorteile von Inflation Targeting identifiziert:

-Inflation Targeting biete eine gute Möglichkeit für die Orientierung und Erwartungsbildung bei Wirtschaftsakteuren, da die Inflationserwartungen klar und eindeutig seien.

-Außerdem stelle es eine Anleitung zur Geldpolitik dar, Zielkonflikte könnten durch die Formulierung eines einzigen Zieles ausgeschlossen werden.

-Der Erfolg der Zentralbank bei ihrer geldpolitischen Steuerung könne leicht von der Öffentlichkeit bewertet werden. Dies wiederum führe zu Transparenz und dem Zwang für die Zentralbank sich bei Zielverfehlung rechtfertigen zu müssen.

Als Nachteile nennen Heine und Herr die unklare Bedeutung des Begriffs der Mittelfristigkeit und der Unverbindlichkeit der Strategie. So sei Mittelfristigkeit nicht

---

<sup>182</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 142ff.

<sup>183</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 143.

<sup>184</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 142ff.

<sup>185</sup> Schnelting, Gabriele: S. 165ff.

<sup>186</sup> Wagner, Helmut: S. 3.

<sup>187</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 147ff.

klar definiert und der Zeithorizont somit beliebig. Außerdem gäbe es bisher keine Zentralbank, die verbindliches Inflation Targeting mit Sanktionen bei Zielverfehlung betreibt. Was daran läge, dass u.a. unvorhersehbare Schocks zu erschwerten Bedingungen bzw. Verschiebungen beim Preisniveau führen können. Stattdessen wäre die Formulierung von Ausnahmen oder reine Unverbindlichkeit üblich, allerdings nicht wünschenswert.

Trotz der unterschiedlichen geldpolitischen Konzepte, weisen die beiden dargestellten Strategien mehrere Gemeinsamkeiten auf. So sind beide auf das Endziel der Wahrung von Preisstabilität ausgerichtet und mittelfristig orientiert. Außerdem arbeiten sie zukunftsorientiert und beziehen zahlreiche unterschiedliche Indikatoren bei der Erstellung von Prognosen bzw. der Entscheidung und Auswahl über Instrumente mit ein.<sup>188</sup> Des Weiteren geben beide Strategien durch die klare Formulierung eines Zieles, eine Regelbindung vor. Dadurch wird der Entscheidungsspielraum über mögliche Instrumente begrenzt und somit das Risiko über Fehlentscheidungen verringert. Auch dem Auftreten von Zielkonflikten wird durch diese Festlegung entgegengewirkt. Beide Modelle stellen insofern Entscheidungsfreiheit in einem begrenzten Spielraum dar.<sup>189</sup> Allerdings ist die Regelbindung bei Inflation Targeting nicht so streng wie bei der Geldmengensteuerung. In der Literatur wird deshalb häufig im Zusammenhang mit Inflation Targeting nicht von einer regelgebundenen sondern einer diskretionären Strategie gesprochen. Insofern ist dieser Ansatz flexibler, da er mehr Elemente und Indikatoren berücksichtigt, aber dementsprechend nicht so einfach und eindeutig zu beurteilen ist wie die Geldmengenstrategie.<sup>190</sup> Wagner weist darauf hin, dass es außerdem schwierig sei, die Arbeit der Zentralbank, die den Inflation Targeting Ansatz benutzt, zu bewerten. Da man sich nur auf die Inflationsprognosen, die sich nicht auf reale Ist-Werte stützen, beziehen kann.<sup>191</sup>

Den wichtigsten Unterschied zwischen den beiden Strategien stellt die Rolle der Geldaggregate dar. Bei der Geldmengenstrategie kommt ihnen eine viel wichtigere Bedeutung zu als bei Inflation Targeting, wo sie lediglich ein Faktor unter vielen sind. Doch auch hinsichtlich der Verantwortlichkeit existieren Unterschiede. So sind Befürworter des Geldmengenansatzes der Meinung, dass sie nur bei der Geldmengensteuerung eindeutig der Zentralbank zugewiesen werden kann. Anders sei es beim Inflation Targeting. „Ein Inflationsziel ermögliche im Gegensatz zu einem

---

<sup>188</sup> Schnelting, Gabriele: S. 173ff.

<sup>189</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 147.

<sup>190</sup> Ehlgen, Jürgen: S. 4ff.

<sup>191</sup> Wagner, Helmut: S. 14f.

Geldmengenziel keine Zuordnung der Verantwortlichkeit für inflationäre Entwicklungen, d.h. eine Unterscheidung zwischen monetären und nicht-monetär verursachten Preisniveausteigerungen.“<sup>192</sup> Außerdem sei die Transparenz bei der Geldmengensteuerung größer, da sie nicht so komplex, wie Inflation Targeting sei. Dies führe zu einem hohen Grad an Glaubwürdigkeit. Auch das Verfolgen von Zwischenzielen sei positiv, da Transmissionsprozesse und Unwissenheit über diese, die Geldpolitik erschweren. Eine Geldmenge sei gut beobachtbar und insofern können geldpolitische Entscheidungen relativ leicht und schnell überprüft und bewertet werden.<sup>193</sup>

Verfechter des Inflation Targeting behaupten dagegen, dass das Verfolgen eines Inflationsziels zu mehr Glaubwürdigkeit führt, da Inflation eher im Interesse der Öffentlichkeit stehe als eine Geldmenge und insofern greifbarer und logischer erscheine. Es wird argumentiert: „[...]die Allgemeinheit könne sich unter Inflation und damit einem Inflationsziel eher etwas vorstellen als unter Geldmengenaggregaten und einem entsprechenden Geldmengenziel.“<sup>194</sup>

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die beiden Strategien trotz ihrer unterschiedlichen theoretischen Auffassungen viele Gemeinsamkeiten in der Praxis haben und sich nicht gegenseitig ausschließen. Somit ist eine Kombination, bei der die Vorzüge beider Strategien genutzt werden, durchaus möglich.<sup>195</sup>

Eine dritte Strategie stellt die Wechselkurssteuerung dar. „Für kleine offene Volkswirtschaften, in denen die Produktion und der Konsum international gehandelter Güter einen Großteil der Volkswirtschaft ausmachen, können Wechselkursentwicklungen auf Grund ihrer Auswirkungen auf die Importpreise einen erheblichen Einfluss auf das Preisniveau ausüben.“<sup>196</sup> Dementsprechend wurde diese Strategie von vornherein für das Euro-Währungsgebiet ausgeschlossen und ist für diese Arbeit nicht weiter relevant.

## 4.2 Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB

Die geldpolitische Strategie der EZB ist nach dem Vorbild der Deutschen Bundesbank ausgewählt worden. Diese war „gemessen am Ziel der

---

<sup>192</sup> Schnelting, Gabriele: S. 174.

<sup>193</sup> Schnelting, Gabriele: S. 174ff.

<sup>194</sup> Wagner, Helmut: S. 15.

<sup>195</sup> Schnelting, Gabriele: S. 187ff.

<sup>196</sup> EZB, 2004: S. 59.

Preisniveaustabilität, im internationalen Maßstab äußerst erfolgreich“<sup>197</sup> und hat somit eine hohe Reputation genossen. Laut Artikel 12.1 der ESZB- Satzung wurde die Festlegung der Strategie dem EZB-Rat überlassen.

Die Strategie wurde im ersten Monatsbericht der EZB im Januar 1999 der Öffentlichkeit präsentiert und erläutert. „Aus Sicht der EZB soll der Öffentlichkeit hiermit ein klarerer Maßstab für die Beurteilung des geldpolitischen Erfolgs der EZB und eine Orientierungshilfe für die Inflationserwartungen zur Verfügung gestellt werden.“<sup>198</sup> Wie schon erwähnt, soll durch die Veröffentlichung die Glaubwürdigkeit gefördert werden.

Sie basiert neben der quantitativen Definition von Preisstabilität (siehe Punkt 3.3.2) auf zwei Säulen. „Diese so genannte Zwei-Säulen-Strategie der EZB enthält Präzisierungen und Verpflichtungen hinsichtlich der geldpolitischen Ziele und bezüglich der mittel- bis längerfristig gültigen Verfahren, mit denen die EZB über den Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente entscheidet und der Öffentlichkeit ihre Geldpolitik erläutert.“<sup>199</sup> In der ersten Säule findet eine monetäre und in der zweiten eine wirtschaftliche Analyse statt, die sich durch ihre unterschiedlichen Ansätze ergänzen sollen.<sup>200</sup> Die erste Säule ist mittel- bis längerfristig ausgerichtet, die zweite Säule dagegen hilfreich für den kurz- bis mittelfristigen Prozess.<sup>201</sup> Das folgende Schaubild<sup>202</sup> zeigt die geldpolitische Strategie der EZB: Das oberste Ziel ist Preisstabilität. Um dieses zu erfüllen, trifft der EZB-Rat geldpolitische Entscheidungen, die auf der Analyse von den zwei Säulen basieren.

Somit ist die Strategie eher „einer Analyse- bzw. Verfahrensregel und nicht als Anwendung einer (modellspezifischen) optimalen oder gar einfachen Handlungs- bzw. Instrumentenregel“<sup>203</sup> zuzuordnen. Problematisch ist, dass die Säulen zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen bezüglich der geldpolitischen Entscheidungen veranlassen können, da sie auf unterschiedlichem Gedankengut basieren. Denn die erste Säule bezieht sich auf die neoklassische und die zweite auf keynesianische Theorie.<sup>204</sup> „So kann die erste Säule eine restriktive und die zweite eine expansive

---

<sup>197</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 126.

<sup>198</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut: Auf dem Prüfstand: die geldpolitische Strategie der EZB, Diskussionsbeitrag Nr. 346, Fernuniversität Hagen 2003, S. 4.

<sup>199</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2002: S. 3.

<sup>200</sup> EZB, 2004: S. 57.

<sup>201</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 10.

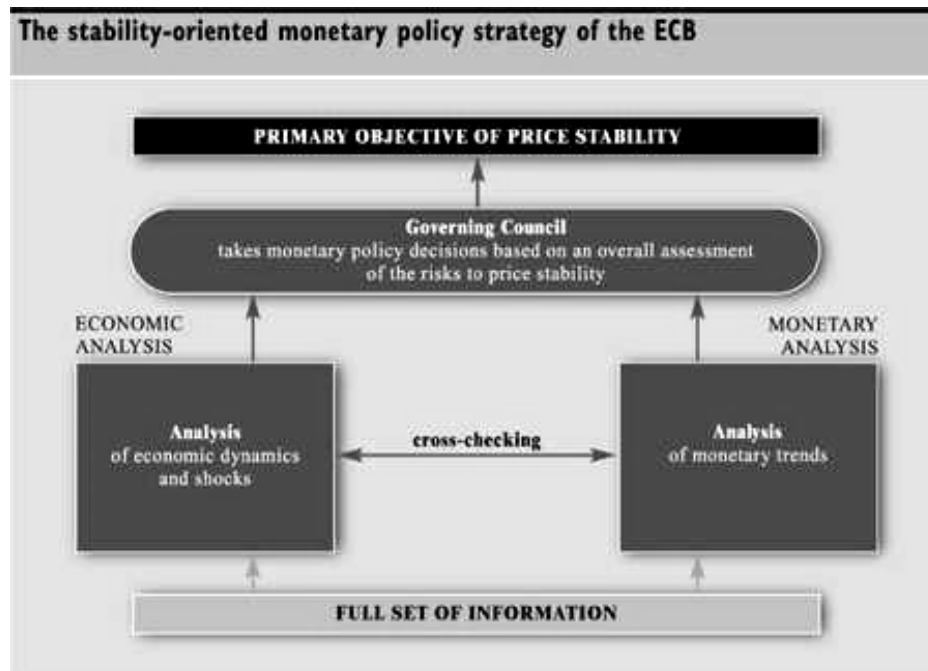
<sup>202</sup> <http://www.ecb.int/mopo/strategy/html/index.en.html> (11.08.2008).

<sup>203</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2002: S. 12.

<sup>204</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 164.



Geldpolitik nahe legen.<sup>205</sup> Dies macht auch der Pfeil betitelt mit *cross-checking*, auf dem Schaubild deutlich.



Deshalb müssen die Analysen vor der Entscheidung miteinander abgeglichen werden. Dies beschreibt die EZB folgendermaßen: „ Der Zwei-Säulen-Ansatz soll sicherstellen, dass bei der Bewertung der Preisrisiken keine relevanten Informationen verloren gehen und dass die unterschiedlichen Sichtweisen, sowie die Gegenprüfung von Informationen angemessen berücksichtigt werden, um zu einer Gesamtbeurteilung der Risiken für die Preisstabilität zu gelangen.“<sup>206</sup> Die wechselseitige Überprüfung dient somit zum Einen dazu, keine relevanten Aspekte zu übersehen und zum Anderen dazu, das Risiko von Fehlentscheidungen, durch die Arbeit mit zwei verschiedenen Konzepten, zu reduzieren.<sup>207</sup>

Die Strategie ist auf Grund von unbekanntem Wirkungsverzögerungen bzw. Transmissionsmechanismen mittelfristig ausgerichtet, „um übertriebenem Aktivismus und unnötiger Volatilität in der Realwirtschaft vorzubeugen“<sup>208</sup>. Außerdem sei sie dadurch flexibel genug - so die EZB - auf Schocks zu reagieren.<sup>209</sup>

Die zwei Säulen sollen im Folgenden näher erläutert werden.

<sup>205</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 63.

<sup>206</sup> EZB, 2004: S. 58.

<sup>207</sup> EZB, 2004: S. 69f.

<sup>208</sup> EZB, 2004: S. 51.

<sup>209</sup> EZB, 2004: S. 56.

#### 4.2.1 Monetäre Analyse in der ersten Säule

Laut des ersten Monatsberichtes der EZB vom Januar 1999, wird die erste Säule wie folgt, erläutert: „Um die der Geldmenge zugewiesene herausragende Rolle zu unterstreichen, hat der EZB-Rat einen quantitativen Referenzwert für das Geldmengenwachstum als eine Säule der gesamten stabilitätsorientierten Strategie bekannt gegeben.“<sup>210</sup> Durch diese Veröffentlichung sei außerdem eine Orientierungsgröße für die Beurteilung der Arbeit der EZB entstanden, so die EZB 2004.<sup>211</sup>

Das monetäre Aggregat, um das es in der Analyse geht, nennt sich M3. „[Es] umfasst neben dem Bargeldumlauf täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahre, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten, Repogeschäfte sowie Geldmarktfondsanteile, Geldmarktpapiere und von monetären Finanzinstituten ausgegebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.“<sup>212</sup> In der folgenden Tabelle<sup>213</sup>, ist die Komposition von M3 noch einmal im Überblick veranschaulicht. Bei M1 und M2 handelt es sich um Geldaggregate, die von der EZB bei ihrer Aufgabenerfüllung genutzt werden, für diese Arbeit aber nicht von zentraler Bedeutung sind.

Definitions of euro area monetary aggregates			
<b>Liabilities</b>	<b>M1</b>	<b>M2</b>	<b>M3</b>
Currency in circulation	X	X	X
Overnight deposits	X	X	X
Deposits with an agreed maturity of up to 2 years		X	X
<b>Deposits redeemable at notice of up to 3 months</b>		X	X
<b>Repurchase agreements</b>			X
<b>Money market fund shares/units</b>			X
<b>Debt securities issued with a maturity of up to 2 years</b>			X

Die erste Säule verfolgt die oben erläuterte Geldmengenstrategie. Das Wachstum der Geldmenge fungiert somit als Zwischenziel der Strategie, wobei die EZB selbst „betont, dass der Referenzwert kein Zwischenziel ihrer Geldpolitik ist“<sup>214</sup>. Eine Wachstumsrate bzw. ein sogenannter Referenzwert musste, als die EZB ihre Arbeit

<sup>210</sup> EZB, Monatsbericht Januar 1999, S. 52.

<sup>211</sup> EZB, 2004: S. 66f.

<sup>212</sup> Wagener, Andreas: S. 59.

<sup>213</sup> <http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/aggr/html/hist.en.html> (11.08.2008).

<sup>214</sup> Kißner, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 3.

aufnahm, bestimmt werden. Bei der Festlegung ging die EZB, wie folgt, vor: „Die EZB ging Anfang 1999 von einem realen Wachstum des Sozialproduktes von 2 bis 2,5 Prozent aus und schätzte, dass sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes um 0,5 bis 1 Prozent verringert. Nimmt man noch die Zielinflationsrate von unter 2 Prozent dazu, dann ergibt sich nach den Vorstellungen der EZB eine anzustrebende Erhöhung von M3 von jährlich 4,5 Prozent.“<sup>215</sup> Somit handelt es sich um eine regelgebundene Geldpolitik, die in der ersten Säule verfolgt wird. Die Logik der Geldmengenregel ist, dass über die Erreichung des Zwischenziels das Endziel - Preisstabilität - erreicht wird. „Unterstellt wird demnach, dass Zentralbanken jederzeit die Geldmenge exakt steuern können.“<sup>216</sup>

Schon 1923 hatte die englische Nationalökonomin Joan Robinson darauf hingewiesen, dass „der Anstieg der Geldmenge [...] zwar eine Bedingung für einen inflationären Prozess sein [mag], aber nicht die Ursache“<sup>217</sup>. Dementsprechend wurde eine Begründung der geldpolitischen Entscheidungen auf Grund der ersten Säule immer fragwürdiger. Deshalb wurde im Monatsbericht der EZB vom Mai 2003 die Strategie erneut erläutert. So hat die EZB das Inflationsziel auf etwas unter 2 Prozent neu präzisiert, da es nicht möglich war die Geldmenge, wie geplant, zu steuern. Sie argumentiert, dadurch die positiven Aspekte der Veröffentlichung einer Strategie - also Transparenz und Glaubwürdigkeit, Überprüfbarkeit sowie Erwartungsbildung in der Öffentlichkeit - nochmals verstärkt zu haben.<sup>218</sup> Außerdem wurde die erste Säule nun in „monetäre Analyse“ umbenannt und bekam eine untergeordnete Rolle.<sup>219</sup>

In Ihrem Bericht von 2004, indem die zwei-Säulen-Strategie nochmals erläutert wird, betont die EZB den mittel- bis langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation. Dieser sei durch verschiedene Untersuchungen und Studien belegt: „Insgesamt sind die allgemein günstigen Ergebnisse der verschiedenen Untersuchungen als Bestätigung dafür zu sehen, dass mittel- bis langfristig ein stabiler Zusammenhang zwischen den nominalen Geldbeständen und den Preisen im Euro-Währungsgebiet besteht.“<sup>220</sup> Durch die Beachtung dieser existierenden Beziehung werde die mittelfristige Orientierung der Strategie gefestigt

---

<sup>215</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 62.

<sup>216</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 85.

<sup>217</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 83.

<sup>218</sup> EZB, 2004: S. 52.

<sup>219</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 63f.

<sup>220</sup> EZB, 2004: S. 67.

und die Früherkennung von entstehenden finanziellen Ungleichgewichten gewährleistet, so die EZB.<sup>221</sup>

Außerdem wird in dem Bericht klargestellt, dass bei Abweichungen vom Referenzwert auf Grund der Mittelfristigkeit nicht sofort reagiert werden müsste. Denn sogenannte „Sonderfaktoren“ und Schocks könnten die Geldmenge zwar verändern, aber ohne dabei Einfluss auf die Preiniveaustabilität zu nehmen. Sonderfaktoren können, laut EZB, beispielsweise durch institutionelle Veränderungen entstehen, denkbar sind zum Beispiel „Änderungen der steuerlichen Behandlung von Zins- oder Kapitalerträgen“<sup>222</sup>. Deshalb sei eine umfangreiche Analyse bzw. Prüfung der Ursachen, die für eine Abweichung verantwortlich sind, erforderlich, bevor Maßnahmen dagegen erhoben werden können.<sup>223</sup>

#### **4.2.2 Realwirtschaftliche Analyse in der zweiten Säule**

In der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB erfolgt eine Analyse der wirtschaftlichen Situation, bei der viele verschiedene ökonomische Indikatoren berücksichtigt werden. Die EZB hat dies folgendermaßen in ihrem ersten Monatsbericht umschrieben: „Diese breite Palette von Indikatoren umfasst viele Variablen, die Vorlaufindikatoreneigenschaften für zukünftige Preisentwicklungen besitzen. Diese Variablen beinhalten u.a. die Löhne, den Wechselkurs, die Anleihekurse und die Zinsstrukturkurve, verschiedene Messgrößen für die reale Wirtschaftstätigkeit, fiskalpolitische Indikatoren, Preis- und Kostenindizes sowie Branchen- und Verbraucherumfragen.“<sup>224</sup> Auch werden Inflationsprognosen von internationalen Organisationen und Forschungsinstituten hinzugezogen.<sup>225</sup> Somit beinhaltet die zweite Säule der EZB keine „Regelbindung in Form einer festgelegten Wachstumsrate eines Aggregats“<sup>226</sup>, sondern verfolgt eher eine diskretionäre Politik. Seit Ende 2000 werden im Rahmen der zweiten Säule Inflations- und Wachstumsprognosen veröffentlicht, die allerdings kein Zwischenziel darstellen sollen.<sup>227</sup> Außerdem handelt es sich „offiziell nicht um die Inflationsprognosen des

---

<sup>221</sup> EZB, 2004: S. 65ff.

<sup>222</sup> EZB, 2004: S. 66.

<sup>223</sup> EZB, 2004: S. 65ff.

<sup>224</sup> EZB, Monatsbericht Januar 1999, S. 55.

<sup>225</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 63.

<sup>226</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 63.

<sup>227</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 3.

EZB-Rats, sondern um die Projektionen der „Arbeitsgruppe Prognosen“<sup>228</sup>. Es wird bei der Erstellung von einer gleichbleibenden Geldpolitik der EZB ausgegangen, insofern handelt es sich „um die Einschätzungen der Experten des Eurosystems für den Fall, dass die Geldpolitik unverändert bleibt“ und dient somit hauptsächlich der Erklärung und Transparenz gegenüber dem Publikum.<sup>229</sup> Die EZB selbst relativiert die Aussagekraft der Prognosen. In Ihrem Bericht von 2004<sup>230</sup> weist sie darauf hin, dass diese auf „technischen Grundannahmen“ beruhten und ein vereinfachtes Bild der Wirklichkeit abgäben, da nicht alle relevanten Faktoren berücksichtigt werden können und außerdem eine zusammenfassende Funktion hätten. Des Weiteren würden die Meinungen bzw. „bestimmte Grundannahmen“ der Experten mit einfließen. „Aus all diesen Gründen spielen die Projektionen der Experten des Eurosystems eine wichtige, aber keine allumfassende Rolle für die Geldpolitik der EZB.“<sup>231</sup>

Bei der erneuten Erläuterung der Strategie im Monatsbericht von 2003, wurde die zweite Säule in „wirtschaftliche Analyse“ umbenannt.<sup>232</sup> In Ihrem Bericht über die Geldpolitik von 2004, wird von der EZB geäußert, dass die wirtschaftliche Analyse „im Laufe der Zeit erheblich ausgeweitet und verbessert worden“ ist.<sup>233</sup> Dies sei durch Innovationen bei der Erstellung von Statistiken und durch die Entwicklung neuer Modelle zur Beurteilung und zum Verständnis von historischen und laufenden Vorgängen geschehen. Das Ergebnis sei, dass „eine umfassende Beurteilung der Wirtschaftslage und der Aussichten für das Eurogebiet durchgeführt und laufend aktualisiert werden“ kann.<sup>234</sup>

### **4.3 Die Kritik an der zwei-Säulen Strategie**

Die Arbeit und insbesondere die Strategie der EZB stand in der Vergangenheit oft in der Kritik der Öffentlichkeit. Dabei können zwei konträre Lager unterschieden werden. Dies ist zum Einen das Lager der Befürworter einer Geldmengensteuerung und zum Anderen die Gruppierung um den Ansatz des Inflation Targeting. So kann man die Strategie aus zwei Blickwinkeln betrachten und einerseits „als ein Verfahren begreifen, das im Rahmen eines modifizierten Inflation Targeting der

---

<sup>228</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2002: S. 10.

<sup>229</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2002: S. 11.

<sup>230</sup> EZB, 2004: S. 64f.

<sup>231</sup> EZB, 2004: S. 65.

<sup>232</sup> EZB, Monatsbericht Juni 2003, S. 87.

<sup>233</sup> EZB, 2004: S. 63.

<sup>234</sup> EZB, 2004: S. 63.

Geldmengenentwicklung (erste Säule) eine bedeutende Rolle beimisst“ und andererseits als „Geldmengenstrategie, die zusätzlich explizit eine Vielzahl von nicht-monetären Frühindikatoren für die zukünftige Preisentwicklung (zweite Säule) berücksichtigt“. <sup>235</sup>

Laut Kißmer und Wagner erheben Befürworter des Inflation Targeting an folgenden Aspekten der EZB-Strategie Kritik. Die Inflationsprognosen sollten stärker betont werden und die Geldmenge M3 sollte in die Prognosen mit einfließen aber keine extra Säule darstellen. Denn im Zeitraum von 1-3 Jahren bestehe kein starker Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Inflation. Dieser Zeitraum sei aber für geldpolitische Entscheidungen ausschlaggebend. Des Weiteren wird der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation generell bezweifelt und behauptet, dass die Geldmenge als Indikator völlig irrelevant sei. Befürworter des Inflation Targeting gehen also teilweise darüber hinaus eine Zusammenlegung beider Säule zu fordern. Stattdessen glauben sie, dass die Abschaffung der ersten Säule der richtige Schritt ist. <sup>236</sup> Generell kann man zusammenfassen, „dass Protagonisten des Inflation Targeting eine Strukturierung und Erläuterung der Geldpolitik mithilfe von zwei Säulen ablehnen“ <sup>237</sup>.

Aus Sicht von Befürwortern der Geldmengensteuerung wird dagegen nicht die Reduzierung auf eine einzelne Säule, sondern die Betonung der ersten Säule gefordert, so Kißmer und Wagner. Es sei bisher nicht klar, wie die Gewichtung der zweiten Säule aussehe, bzw. welche Rolle diese bei den geldpolitischen Entscheidungen darstelle. <sup>238</sup> Außerdem beinhalte die Strategie die Gefahr eines zu großen Handlungsspielraums und nur wenig Transparenz. <sup>239</sup>

Der Sachverständigenrat hat in den vergangenen Jahren einen Meinungswandel vollzogen. So empfahl er in seinem Jahresgutachten 1999/2000 eine potenzialorientierte Geldstrategie, also die Betonung der ersten Säule. Aber 2002/2003 wurde die Fokussierung der direkten Inflationssteuerung und somit die Betonung der zweiten Säule gefordert. Begründet wird dieser Wandel mit Ergebnissen aus empirischen Untersuchungen. <sup>240</sup>

---

<sup>235</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2002: S. 22.

<sup>236</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 11ff..

<sup>237</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2002: S. 25.

<sup>238</sup> Hier ist zu beachten, dass die Ausführungen von Kißmer und Wagner aus dem Jahr 2002 stammen und insofern nicht die Stellungnahme der EZB von 2003 beachten können. In dieser Stellungnahme wird der zweiten Säule eine stärkere Bedeutung als der ersten zuteil (siehe Abschnitt.4.2.2).

<sup>239</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2002: S. 25ff..

<sup>240</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 14 und Sachverständigenrat

<http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/gutacht/ga-content.php?gaid=5&node=f> (26.11.2008).

Doch es gibt auch generelle Kritik, die nicht einer der beiden oben genannten Gruppierungen zugeordnet werden kann, sondern sich auf den mangelnden Zusammenhang zwischen Strategie und tatsächlicher Geldpolitik bzw. generelle Aspekte bezieht. So nimmt Wagner Kritik an der Unabhängigkeit, der Verantwortlichkeit und bezüglich des Demokratiedefizits der EU.

Da die EZB nicht ihre expliziten Ziele veröffentlicht, führe dies zu starker Unabhängigkeit. Wagner fragt sich, ob diese eventuell zu groß sei und der dadurch gegebene Handlungsspielraum zu Missbrauch bzw. Willkür führen könne. In Verbindung damit sieht er es als problematisch an, dass die EZB keine Sanktionen bei Zielverfehlung vorsieht. Somit sei das Direktorium eindeutig zielunabhängig und schwer zur Verantwortung zu ziehen. Allerdings kommt Wagner in seinen Ausführungen zu dem Schluss, dass Zentralbankpräsidenten sich insofern selbst zügeln, da sie ein Eigeninteresse an dem Erfolg ihrer Arbeit haben. Schließlich würden sie von der Öffentlichkeit bei Versagen mit einem schlechten Ruf gestraft, was im Grunde eine Art Sanktion bedeute.<sup>241</sup>

Hinsichtlich des Demokratiedefizits der EU wird gefordert das Europäische Parlament bei der Wahl des Direktoriums zu involvieren. Eine andere Einflußmöglichkeit ist durch die Verträge und die Satzung von vornherein ausgeschlossen (siehe Abschnitt 3.3.1). Dies ist insofern wünschenswert, da das Europäische Parlament das einzige direkt gewählte Organ der EU ist. Ein Mitspracherecht bei der Auswahl der Mitglieder könnte also durchaus zu einem Abbau des Defizits führen. Allerdings sei zu beachten, dass das Direktorium in der EZB nur eine Minderheit darstelle und somit der Einfluss bei Abstimmungen nicht groß sei, so Wagner.<sup>242</sup>

Heine und Herr üben Kritik bezüglich der Transparenz der Strategie der EZB aus. Sie argumentieren, dass die Nutzung der zwei Säulen, die sich auf unterschiedliche geldpolitische Theorien stützen, nicht Transparenz sondern Verwirrung und Unklarheit fördere. Als Grund dafür führen sie an, dass die beiden Säulen, wie schon erwähnt, zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen verleiten können.<sup>243</sup>

Außerdem kritisieren sie, dass, nachdem die EZB 2003 ihre Strategie erneut erläutert hat, weiterhin an dem zwei-Säulen-Konzept festgehalten wird. Ihrer Meinung nach ist die Wichtigkeit der ersten Säule 2003 revidiert worden. „Faktisch hat sich die EZB freilich von der ersten Säule verabschiedet.“<sup>244</sup> Des Weiteren sei ein Übergang zu

---

<sup>241</sup> Wagner, Alexander: S. 74f.

<sup>242</sup> Wagner, Alexander: S. 93f.

<sup>243</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 62ff.

<sup>244</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 64.

einer reinen Form von Inflation Targeting keineswegs unnormale, da auch schon die Bank of England und das FED in der Vergangenheit einen solchen Weg gegangen seien. Eine Bekenntnis zu einer Strategie, die auf einer einzigen Theorie beruht, würde zu mehr Transparenz und Klarheit führen. Die Autoren vermuten deshalb hinter dem Festhalten an dem Zwei-Säulen-Ansatz einen „Kompromiss zwischen zwei Lagern“ innerhalb des entscheidenden Gremiums.<sup>245</sup>

Ehlgren übt ähnliche Kritik aus. Er nennt den Ansatz „inkonsistent“ und glaubt, dass Widersprüche durch ihn ausgelöst würden. Bezüglich der ersten Säule hinterfragt er die Wichtigkeit der Geldmenge M3 und ist der Meinung, dass sie in den geldpolitischen Entscheidungen keine Berücksichtigung finde, sondern nur die Inflationsrate eine Rolle spiele. Zwar bezieht sich Ehlgren mit seiner Kritik auf Auswertungen von 1999, doch auch heute scheint sie zutreffend. Somit hat auch Ehlgren die Auffassung, dass die erste Säule im Grunde überflüssig ist und bei Entscheidungen keine Beachtung findet.<sup>246</sup>

Auch Kißmer und Wagner sehen einen Hauptkritikpunkt bei der Strategie der EZB. Sie halten diese für „kompliziert“ und „wenig transparent“ und sind der Meinung, dass eine verständlichere Konzeption die öffentliche Bewertung der Geldpolitik erheblich erleichtern würde. Genauso wie Ehlgren sehen sie die Rolle der Geldmenge als unklar an.<sup>247</sup> Zur Verbesserung haben sie folgenden Vorschlag: „Die Diskussion um die „wahren“ Ziele der EZB könnte sie durch Veröffentlichung von Zielzonen für die gewünschte Kombination aus Inflations- und Outputstabilität eingrenzen.“<sup>248</sup> Dies würde im Grunde eine zukunftsorientierte Ergänzung der Rechenschaftspflicht bedeuten.<sup>249</sup>

Heine und Herr üben auch hinsichtlich der Preisstabilität Kritik aus. So finden sie, dass das Ziel von zwei Prozent zu ehrgeizig gewählt wurde und die Handlungsfreiheit der Zentralbank erheblich einschränke. Schon oft sei es nicht erreicht worden, was allerdings durch die Einschränkung der Mittelfristigkeit gerechtfertigt werden könne. Dies trage aber nicht zu Glaubwürdigkeit und Transparenz bei, da diese nur bei exakter Einhaltung bzw. zielgerichteter Steuerung gefördert würden. Das Ziel von zwei Prozent sei aber zu gering um starke Aufschwünge zu ermöglichen. „Enge numerische Festlegungen liefern offenbar nur scheinbar eine Basis für Transparenz

---

<sup>245</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 62ff.

<sup>246</sup> Ehlgren, Jürgen: S. 9ff.

<sup>247</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 3ff.

<sup>248</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 16.

<sup>249</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2002: S. 18f.



und Glaubwürdigkeit. Denn hält man sie strikt ein, so kann Geldpolitik unnötig restriktiv und starr werden und dadurch Wachstums- und Beschäftigungschancen verspielen.<sup>250</sup> Aus diesen Gründen fordern Heine und Herr eine numerische Festlegung auf eine bestimmte Prozentangabe zu unterlassen und sich generell dem Ziel der Wahrung von Preisstabilität zu verpflichten.<sup>251</sup>

Ähnlich sehen dies Kißmer und Wagner. Auch sie halten die Obergrenze des Inflationsziels für zu niedrig gesteckt. Desweiteren kritisieren sie die Festlegung auf einen Korridor anstatt eines Punktziels. Die Rechtfertigung der EZB, auf Grund von Unsicherheiten und möglichen HVPI-Messfehlern einen Bereich gewählt zu haben, finden sie nicht überzeugend.<sup>252</sup>

Bezüglich der Mittelfristigkeit argumentieren Kißmer und Wagner wie folgt. Sie sehen darin den Vorteil der Flexibilität. So könne die EZB auf Grund des unklaren Zeithorizonts flexibel arbeiten und stünde unter keinem zeitlichen Druck. Einen Nachteil sehen sie allerdings hinsichtlich der Transparenz und Überprüfbarkeit. Durch die undefinierte Mittelfristigkeit sei es für die Öffentlichkeit schwer Bewertungen hinsichtlich der Geldpolitik der EZB vorzunehmen. Auch die Erwartungsbildung würde dadurch behindert. Die Autoren vermuten, dass die EZB die Zwei-Säulen-Strategie nicht so anwendet, wie sie es selbst beschreibt, sondern eigentlich ein flexibles Inflation Targeting betreibt.<sup>253</sup>

---

<sup>250</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 181.

<sup>251</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 173ff.

<sup>252</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 3ff.

<sup>253</sup> Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut, 2003: S. 33ff.

## 5. Fazit

Die europäische Zusammenarbeit dauert nun schon mehr als 50 Jahre an und ist besonders auf wirtschaftlichem Gebiet weit voran geschritten. Mit der Einführung einer gemeinsamen Währung - dem Euro - und somit auch einer gemeinsamen Geldpolitik unter Leitung der EZB bzw. ESZB ist ein großer Schritt in Richtung Integration gelungen.

In diesem Jahr feiert die EZB 10jähriges Bestehen. Sie war 1998/1999 in der dritten Stufe der WWU in Frankfurt am Main errichtet und ihre Arbeit im Maastricht Vertrag und in der Satzung über die EZB und das ESZB gesetzlich verankert worden. So ist das oberste Ziel die Wahrung der Preisstabilität. Außerdem ist ein hohes Maß an Unabhängigkeit sicher gestellt. Eine Inflationsrate bzw. eine bestimmte Strategie war nicht vorgegeben. Insofern hatte die EZB viel Spielraum bei der Festlegung eines geeigneten Verfahrens zur Auswahl der geldpolitischen Instrumente. Sie entschied sich für den Zwei-Säulen-Ansatz, und die Verfolgung einer sehr niedrigen Inflationsrate dicht unter zwei Prozent. Die erste Säule umfasst eine monetäre Analyse und somit das Konzept der Geldmengensteuerung. Hierbei wird besonders dem Geldmengenaggregat M3 eine besondere Bedeutung beigemessen. Allerdings wird davon ausgegangen, dass der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation nur mittel- bis langfristig sichtbar wird, deshalb ist auch die Ausrichtung dieser Säule auf einen relativ langen Zeithorizont angelegt. Die zweite Säule umfasst den Ansatz des Inflation Targeting und sieht dementsprechende eine wirtschaftliche Analyse vor, die Ausrichtung ist kurz- bis mittelfristig. Mit Hilfe dieser Strategie entscheidet der EZB-Rat, wie schon erwähnt, über die Auswahl der Instrumente, die sich drei Bereichen zuordnen lassen. Diese sind Offenmarktgeschäfte, ständige Fazilitäten und Mindestreserven. Neben dem Rat sind das Direktorium, der erweiterte Rat und die nationalen Zentralbanken wichtige Institutionen des ESZB.

Bei der Ausübung der Geldpolitik muss die EZB besonders die Komponenten Transparenz, Glaubwürdigkeit und Rechenschaftspflicht bzw. Verantwortlichkeit beachten, um das Vertrauen der Öffentlichkeit zu gewinnen bzw. zu behalten. Aus diesem Grund hat sie ihre Strategie veröffentlicht und 2003 nochmals erläutert. Außerdem kommt sie zahlreichen Berichtspflichten nach.

Die EZB gilt als unabhängigste und zugleich ehrgeizigste Zentralbank der Welt und stand in der Vergangenheit auch deswegen oft in der Kritik. Besonders bei der zwei-Säulen-Strategie wird eine Veränderung gefordert. Das Konzept wird aus zwei

verschiedenen Richtungen kritisiert. Auf der einen Seite sind es die Befürworter des Inflation Targeting, die die Zusammenfassung zu einer Säule mit ausschließlicher Nutzung ihres Ansatzes fordern. Auf der anderen Seite stehen die Protagonisten der Geldmengensteuerung, die eine Betonung der ersten Säule für richtig halten.

Außerdem wird kritisiert, dass der Ansatz zu Verwirrung und Unklarheit anstatt Transparenz führe, da die zwei Säulen zu unterschiedlichen Schlussfolgerungen leiten können. Das würde zu Vertrauensverlusten in der Öffentlichkeit führen. Insgesamt lässt sich sagen dass in der Kritik eher eine Tendenz zu Inflation Targeting als zur Geldmengensteuerung besteht. Auf jeden Fall scheint es nötig, dass die EZB sich für eine Säule entscheidet bzw. ihre geldpolitischen Entscheidungen und Ziele noch verständlicher und ausführlicher offen legt und erklärt.

Das Ziel dieser Arbeit war es die EZB und das Spannungsfeld in dem sie sich befindet darzustellen. Außerdem sollte der Frage, ob Änderungsbedarf bei der gewählten Strategie besteht, nachgegangen werden. Meiner Meinung nach befindet sich die EZB mit ihrer Arbeit zwischen zwei theoretischen Lagern. Vermutlich wird sie es nie beiden recht machen können und insofern immer Kritik ausgeliefert sein. Zwar gibt es in der Kritik eine Tendenz zum Inflation Targeting allerdings ist fraglich, ob dies wirklich die bessere Strategie darstellt. Denn es handelt sich hier um ein relativ junges Konzept, bei dem die Vor- und Nachteile auf Grund der angesprochenen Zeitverzögerungen bzw. Transmissionsprozessen noch gar nicht so deutlich werden konnten, wie bei der Geldmengensteuerung. Außerdem ist die EZB erst seit 10 Jahren für die Geldpolitik der Teilnehmerstaaten verantwortlich, es wird deshalb noch etwas Zeit brauchen bis eine sinnvolle Evaluation bzw. Bewertung des Erfolgs oder auch Misserfolgs vorgenommen werden kann.<sup>254</sup>

Ich möchte mit einem Zitat von Heine und Herr abschließen, dem ich auf Grund meiner Ergebnisse bzw. Erkenntnisse, die ich durch diese Arbeit erlangt habe, nur zustimmen kann:

„Es gibt keinen Masterplan und keine noch so ausgefeilte Regel, wie Geldpolitik betrieben werden sollte. Geldpolitik ist eine „Kunst“, die eine Zentralbank gut beherrschen kann oder eben auch nicht. Kunst besteht aus Wissen und Praxis und führt zu Intuition. Zum Wissen kann die theoretische Debatte über eine richtige Geldpolitik beitragen. Zur Intuition gehört Erfahrung und Gespür für die jeweilige historische Situation.“<sup>255</sup>

---

<sup>254</sup> Schnelting, Gabriele: S. 188f.

<sup>255</sup> Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: S. 170f.

### Quellenangaben:

- Bernanke, Ben/ Woodford, Michael: The inflation targeting debate, Chicago 2005.
- Blankert, Dr. Charles B.: Öffentliche Finanzen in der Demokratie, München 1994.
- Borchert, Manfred: Monetary Targeting versus Inflation Targeting: What is the right ECB Policy for West European Banks?, Münster 2002.
- Ehlgen, Jürgen: Geldpolitische Strategien, Diskussionspapier 93-01, Universität - Gesamthochschule Siegen 2001.
- Europäische Zentralbank: Die Europäische Zentralbank, das Eurosystem, das Europäische System der Zentralbanken, Frankfurt am Main 2006.
- Europäische Zentralbank: Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt am Main 2004.
- Europäische Zentralbank: Monatsbericht Januar 1999.
- Europäische Zentralbank: Monatsbericht Juni 2003.
- Europäische Zentralbank: Monatsbericht November 2002.
- Heine, Michael/ Herr, Hansjörg: Die europäische Zentralbank, Marburg 2004.
- Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut: Braucht die EZB eine "neue" geldpolitische Strategie?, Diskussionsbeitrag Nr. 315, Fernuniversität Hagen 2002.
- Kißmer, Friedrich/ Wagner, Helmut: Auf dem Prüfstand: die geldpolitische Strategie der EZB, Diskussionsbeitrag Nr. 346, Fernuniversität Hagen 2003.
- Palm, Ulrich: Preisstabilität in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion: eine rechtliche Untersuchung des stabilitätssichernden Instrumentariums insbesondere im Hinblick auf die Disziplinierung der mitgliedstaatlichen Haushaltspolitik, Baden-Baden 2000.
- Schnelting, Gabriele: Die EZB, die neue Institution in der Union und geldpolitische Funktion, Aachen 1998.
- Tilch, Stefan: EZB und europäisches System der Zentralbanken, Frankfurt am Main 2002.
- Wagener, Andreas: Die europäische Zentralbank, Wiesbaden 2001.
- Wagner, Alexander: Geldpolitik in der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Linz 1997.

- Wagner, Helmut: Inflation targeting versus monetary targeting. Diskussionsbeitrag Nr. 258, Fernuniversität Hagen 1998.
- <http://www.ecb.eu/ceb/orga/escb/html/convergence-criteria.de.html> (11.08.2008).
- <http://www.ecb.eu> (11.08.2008).
- <http://www.ecb.int/ceb/orga/escb/html/index.de.html> (26.08.2008).
- <http://www.ecb.int/ceb/10ann/history/html/index.de.html> (26.08.2008).
- <http://www.ecb.int/mopo/strategy/html/index.en.html> (11.08.2008).
- <http://www.ecb.int/stats/money/aggregates/aggr/html/hist.en.html> (11.08.2008).
- <http://www.sachverstaendigenrat-wirtschaft.de/gutacht/ga-content.php?gaid=5&node=f> (26.11.2008)

## Erklärung

Ich versichere an Eides statt, dass ich die nachstehende Arbeit eigenständig und ohne fremde Hilfe angefertigt und mich anderer als der in der Arbeit angegebenen Hilfsmittel nicht bedient habe. Alle Stellen, die sinngemäß oder wörtlich aus Veröffentlichungen übernommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht.

Name, Vorname: Maja-Luise Zeddies

Matrikelnummer: 337697

Ort/ Datum: Hannover, 27.08.2008

Unterschrift: \_\_\_\_\_