

Bley, Andreas

**Article — Published Version**

## 10 Jahre EZB: Selbstbewusstsein gerechtfertigt

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Bley, Andreas (2008) : 10 Jahre EZB: Selbstbewusstsein gerechtfertigt, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 88, Iss. 5, pp. 311-316, <https://doi.org/10.1007/s10273-008-0797-3>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/43089>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Andreas Bley

## 10 Jahre EZB – Selbstbewusstsein gerechtfertigt

*Am 1. Juni 1998 nahm die Europäische Zentralbank ihre Tätigkeit auf. In den zehn Jahren ihres Bestehens hatte sie bereits viele Herausforderungen zu bewältigen. Wie ist ihre Handlungsweise in der aktuellen Finanzkrise zu bewerten? Welche Bedeutung kommt der Geldmengensteuerung zu? Inwieweit konnte das Ziel Preisstabilität erreicht werden?*

Zehn Jahre nach Gründung der EZB befindet sich die Geldpolitik im Euro-Raum in einem schwierigen Umfeld. Die Inflation bewegt sich auf dem höchsten Niveau seit der Einführung der Gemeinschaftswährung. Gleichzeitig ist der Euro gegenüber den Währungen der Handelspartner stärker als jemals zuvor. Zusätzlich werden die Finanzmärkte durch die internationale Finanzkrise belastet. Über einen Mangel an Herausforderungen kann sich die EZB an ihrem Geburtstag daher nicht beklagen. Den Startschuss für die Arbeit der Frankfurter Behörde hatten die Europäischen Staats- und Regierungschefs am 25. Mai 1998 mit der Ernennung des ersten EZB-Präsidenten Willem Duisenberg und der übrigen fünf Mitglieder des Direktoriums der EZB gegeben. Am 1. Juni 1998 nahm die EZB ihre Tätigkeit auf.

### Bewährungsprobe Finanzkrise

Auf die US-Hypothekenkrise, die im Spätsommer des vergangenen Jahres Europa erreicht hat, hat die EZB richtig reagiert. Die ursprünglich für den August 2007 angekündigte Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte auf 4,25% hat sie aufgrund der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten unterlassen. Gleichzeitig hat sie mit zahlreichen zusätzlichen geldpolitischen Transaktionen zur Stabilisierung der Geldmarktsätze beigetragen. Eine drastische Lockerung der Geldpolitik, wie sie das Federal Reserve System (Fed) vorgenommen hat, kam für den Euro-Raum nicht in Frage. Sie hätte zu einer Verletzung des EZB-Mandats der mittelfristigen Preisstabilität geführt. Die Rohstoffpreise bewegen sich auf historischen Höchstständen, ein weiterer erheblicher Inflationsdruck geht von den Nahrungsmittelpreisen aus. Beide Gütergruppen haben zusammen einen Anteil von rund 30% am Warenkorb der Verbraucher und üben daher gemeinsam einen bedeutenden Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreis-inflation aus. Aufgrund des kräftigen Wachstums in den

Schwellenländern ist es alles andere als sicher, dass es sich bei dem jüngsten Preisanstieg um einen Einmal-effekt handelt, der von der Geldpolitik ignoriert werden kann. Zudem sind Zweitrundeneffekte in der Lohnsetzung als Reaktion auf die steigenden Preise und damit eine Verfestigung der Inflation auf erhöhtem Niveau zu befürchten. Und schließlich sind auch die Aussichten für die Konjunktur im Euro-Raum bei weitem nicht so eingetrübt wie in den USA. Aller Voraussicht nach wird die Wirtschaft des Euro-Raums 2008 moderat wachsen und 2009 wieder an Fahrt gewinnen.

Wichtiger als sinkende Zinsen war angesichts der Verwerfungen an den Finanzmärkten eine ausreichende Versorgung mit Liquidität. Die EZB hat der modernen Theorie der Geldmarktsteuerung folgend von Anfang an klar zwischen der Höhe des Refinanzierungssatzes und der Bereitstellung ausreichender Liquidität unterschieden.<sup>1</sup> So erhöhte sich der marginale Zuteilungssatz auf die Haupttendergeschäfte trotz der Verwerfungen am Geldmarkt seit Mitte 2007 nur um rund zehn Basispunkte gegenüber seinem Niveau vor dem Beginn der Turbulenzen (vgl. Abbildung 1). Dadurch konnte die EZB klar kommunizieren, dass sie weder eine Verschärfung noch eine Lockerung des geldpolitischen Kurses beabsichtigt. Gleichzeitig hat die EZB die Liquiditätsbereitstellung kurzfristig im Sinne der Bedürfnisse der Banken variiert (vgl. Abbildung 2). In der Spitze weitete sie die Liquidität um gut 90 Mrd. Euro gegenüber dem Vortag aus (9. August 2007). An einzelnen Tagen schränkte sie nach überreichlichen Liquiditätszuteilungen die Versorgung ebenso stark wieder ein. Der kräftigste Liquiditätsentzug belief sich auf gut 110 Mrd. Euro (19. September 2007).

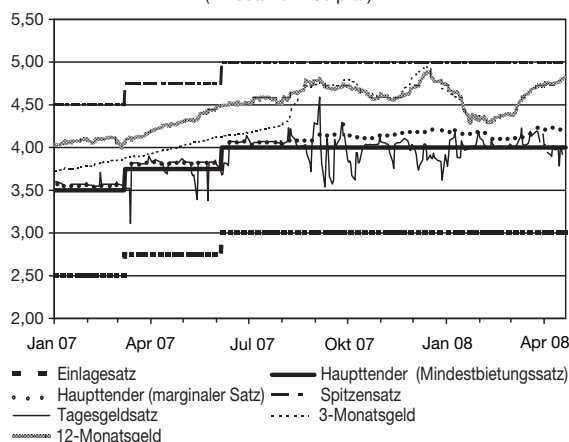
### Liquidität nur mäßig gestiegen

Mit ihren liquiditätspolitischen Maßnahmen hat die EZB dazu beigetragen, den Verwerfungen am Geldmarkt infolge des gestiegenen Liquiditätsbedarfs im

*Dr. Andreas Bley, 42, ist Referent in der Abteilung Volkswirtschaft im Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR).*

<sup>1</sup> Vgl. U. Bindseil: Monetary Policy Implementation. Theory – Past – Present, Oxford 1994; C. Borio, W. Nelson: Monetary Operations and the Financial Turmoil, in: Bank for International Settlements, Quarterly Report, März 2008, S. 31-46.

**Abbildung 1**  
**Geldmarktsätze bleiben erhöht und volatil**  
 (Zinssätze in % p.a.)



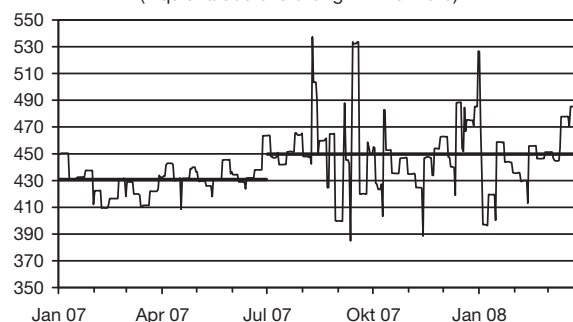
Quelle: EZB.

Bankensystem entgegenzuwirken. Dabei handelte es sich aber nur in begrenztem Umfang um eine allgemein gestiegene Liquiditätsnachfrage. Das Refinanzierungsvolumen der Banken bei der EZB erhöhte sich seit Beginn des zweiten Halbjahrs 2007 gegenüber dem ersten Halbjahr 2007 um 4,4% und damit nur in Maßen.<sup>2</sup> Überwiegend handelte es sich bei den Verspannungen am Geldmarkt somit nicht um ein Problem der generellen Liquiditätsversorgung, sondern um ein Problem der Liquiditätsverteilung. Zudem waren bestimmte Segmente des Geldmarktes besonders stark von den Auswirkungen der Finanzkrise betroffen. So sank schon Anfang August die Bereitschaft der Banken, auf dem Geldmarkt ungesichert Dreimonatsgelder bereitzustellen. Der 3-Monats-Euribor, der Ende Juli noch bei rund 4,25% gestanden hatte, stieg im August um rund einen halben Prozentpunkt auf 4,75%. In der Spitze bewegte sich der Dreimonatssatz Anfang Dezember knapp unterhalb der Marke von 5%.

Mit der Liquiditätsbeschaffung war damit gerade für die Banken, die besonders von der Finanzkrise betroffen waren, eine Verteuerung der Liquidität festzustellen. Insofern kann der EZB nicht – wie möglicherweise der US-Notenbank – vorgeworfen werden, mit billiger Liquidität negative Anreize gegenüber den Banken gegeben zu haben, die sich zuvor übermäßig am US-Hypothekenmarkt engagiert hatten. Gleichzeitig kam die Politik aber auch sehr weitgehend den Bedürfnissen des Bankensektors nach einer ausreichenden Liquiditätsausstattung nach. Dies zeigt sich insbesondere in der großzügigen Bereitstellung längerfristiger Refinanzierungsmöglichkeiten. So erhöhte sich der Anteil der Langfristender an der Refinanzierung von rund einem

<sup>2</sup> Vgl. EZB: Monatsbericht, April 2008; sowie C. Borio, W. Nelson, a.a.O., S. 39.

**Abbildung 2**  
**EZB erhöht Liquidität nur in Maßen<sup>1</sup>**  
 (Liquiditätsbereitstellung in Mrd. Euro)



<sup>1</sup> Ab 1.1.2007 einschließlich Slowenien, ab 1.1.2008 einschließlich Zypern und Malta.

Quelle: EZB, Berechnungen des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken.

Drittel im Vorfeld des Übergreifens der Subprime-Krise auf den europäischen Markt auf rund 60% im Februar 2008.<sup>3</sup> Mit dem Beschluss des EZB-Rats vom März, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte künftig auch mit einer Laufzeit von sechs Monaten durchzuführen, dürfte der Anteil längerfristiger Refinanzierungen im Fall sich fortsetzender Verspannungen am Geldmarkt weiter ansteigen. Der hohe Bedarf an längerfristiger Refinanzierung zeigt sich deutlich in der vierfachen Überzeichnung des ersten 60-tägigen Langfristenders des Eurosystems vom 3. April 2008.

Als weitere Maßnahme, die zu einem möglichst reibungslosen Funktionieren an den Geldmärkten beitrug, ist die verstärkte Liquiditätsbereitstellung am Anfang der Mindestreserveerfüllungsperiode – das sogenannte „front loading“ – zu nennen. Dadurch wird den Kreditinstituten eine leichte Vorauserfüllung des Mindestreservesolls innerhalb der Erfüllungsperiode ermöglicht, die durchschnittliche Ausstattung mit Liquidität aber nicht verändert. Verwerfungen am Tagesgeldmarkt am Ende der Mindestreserveerfüllungsperiode wird entgegengewirkt. Auch stellt die EZB in Koordination mit dem Fed und anderen Notenbanken im Zuge der „Term Auction Facility“ ihren Geschäftspartnern Dollar-Guthaben zur Verfügung und verbessert damit den Zugang zu Liquidität in der US-Währung auch für Institute, die in den USA keinen Zugang zur Refinanzierung besitzen.

### Moderne Instrumente

Die Erfahrungen der vergangenen Monate haben klar gezeigt, dass der geldpolitische Instrumentenkasten der EZB gut geeignet ist, den Herausforde-

<sup>3</sup> Vgl. EZB: Monatsbericht, verschiedene Jahrgänge.

rungen der Verwerfungen am Geldmarkt zu begegnen. Als günstig hat es sich insbesondere erwiesen, neben der wöchentlichen Liquiditätsbereitstellung über einen ursprünglich zwei- und seit März 2004 einwöchigen Zeitraum im Rahmen der Haupttender im Drei- und neuerdings auch im Sechsmonatsbereich Gelder bereitzustellen. Dadurch kann die EZB flexibel auf Verwerfungen bei unterschiedlichen Laufzeiten des Terminmarkts reagieren, ohne dass dadurch das operationelle Ziel, den Tagesgeldsatz zu kontrollieren, beeinträchtigt wird. Andere Notenbanken, wie insbesondere das Fed, verfügen nicht über ein so zeitgemäßes Instrumentarium und hatten deutlich größere Schwierigkeiten, die Banken ausreichend mit Liquidität zu versorgen.<sup>4</sup>

Als vorteilhaft hat sich auch erwiesen, dass das Volumen an refinanzierungsfähigen Sicherheiten im Euro-Raum breit abgegrenzt ist. Einem mit Sicherheiten zu unterlegenden Refinanzierungsvolumen von rund 500 Mrd. Euro steht im Euro-Raum ein Bestand an refinanzierungsfähigen Sicherheiten von rund 9677 Mrd. Euro gegenüber (Ende 2007).<sup>5</sup> Dieses Volumen entspricht etwa einem Drittel der aggregierten Bilanzsumme der Monetären Finanzinstitute (ohne EZB und nationale Notenbanken). Die Größenverhältnisse zeigen, dass im Euro-Raum bei den Banken ausreichend Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte vorhanden sind. Anders als bei den Offenmarktgeschäften des Fed können bei den Tendern des Eurosystems nicht nur staatliche Wertpapiere als Sicherheiten verwendet werden. Die Liste der als notenbankfähig eingestufteten Sicherheiten enthält im Euro-Raum neben Staatsanleihen (49%) unter anderem Bankschuldverschreibungen (29%), verbriefte Kredite (Asset Backed Securities, 8%) und Kreditforderungen (1%), wobei nur die Bestände berücksichtigt sind, die die strengen Qualitätsanforderungen des Eurosystems erfüllen.<sup>6</sup>

Verständlich ist es daher, dass die EZB dem vor-schnellen Ruf nach einer Ausweitung der Liste der zugelassenen Sicherheiten nicht nachgekommen ist. Das Fed sah sich demgegenüber der Notwendigkeit gegenüber, die Liste der refinanzierungsfähigen Si-

cherheiten deutlich zu erweitern und neue Refinanzierungsinstrumente einzuführen.<sup>7</sup> Auch steht der „Refinanzierungsschalter“ des Eurosystems grundsätzlich allen Instituten offen, während in den USA die Offenmarktgeschäfte mit nur rund 20 Instituten („primary dealer“) durchgeführt werden.<sup>8</sup> Im Euro-Raum geben bis zu 400 Institute Gebote bei den Refinanzierungsgeschäften ab, wegen Überschneidungen bei den unregelmäßigen Teilnehmern dürfte die Gesamtzahl der aktiven Geschäftspartner deutlich höher sein, sie ist auch prinzipiell nach oben offen. Daher sind bei den Banken nicht nur genügend Sicherheiten vorhanden, es ist auch ein breiter Zugang der Institute zur Notenbank gewährleistet.<sup>9</sup>

Neben ihrer zeitgemäßen Geldmarktsteuerung zeichnet sich die Geldpolitik der EZB durch eine moderne Kommunikationspolitik aus. Von Anfang an hat die Europäische Notenbank ihr Handeln gegenüber der Öffentlichkeit in hohem Maße transparent und damit nachvollziehbar gemacht. Damit ging sie weit über die Vorgaben der Deutschen Bundesbank hinaus, deren institutionelle Struktur die Blaupause bei der Konstruktion des Eurosystems gewesen war. Aufgrund der hohen Unsicherheiten über die Stabilität der Geldnachfrage im gemeinsamen Währungsraum war es sachgerecht, der Geldmenge zwar eine besondere Rolle in der geldpolitischen Strategie zuzuweisen, die Geldmengensteuerung der Bundesbank aber nicht fortzuführen.<sup>10</sup> Zudem hatte die Geldmengenentwicklung auch schon zur Zeit der Bundesbank eine weit aus weniger bedeutende Rolle im geldpolitischen Entscheidungsprozess eingenommen, als in der allgemeinen Öffentlichkeit wahrgenommen worden war.<sup>11</sup>

In der Zweisäulenstrategie der EZB kam der Geldmenge zunächst als Säule eine „herausragende Rolle“ zu, die ergänzt wurde um eine „breit fundierte Beurteilung der Preisaussichten“ als zweitem Strategiepfeiler. Letzterer berücksichtigte alle übrigen geldpolitisch relevanten Indikatoren – wie beispielsweise

<sup>4</sup> Vgl. International Monetary Fund: Global Financial Stability Report, April 2008, S. 98 ff.

<sup>5</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 2007, S. 39. Siehe auch: Die Rahmenregelungen für Sicherheiten des US-Zentralbanksystems, der Bank von Japan und des Eurosystems, in: EZB Monatsbericht, Oktober 2007, S. 93-109.

<sup>6</sup> Der Wert für die Kredite bezieht sich auf die tatsächlich zur Refinanzierung genutzten Bestände. Vgl. Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2007, S. 110 f.; und Europäische Zentralbank: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, 2006, S. 37 ff.

<sup>7</sup> Aktuelle Informationen zu den Maßnahmen der US-Notenbank finden sich auf der Webseite des Federal Reserve Boards (<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/>) und der Federal Reserve Bank of New York (<http://www.ny.frb.org/markets/index.html>).

<sup>8</sup> Vgl. Bank for International Settlements, Markets Committee: Monetary Policy Frameworks and Central Bank Market Operations, Revised Edition, April 2008.

<sup>9</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Monatsbericht, April 2008.

<sup>10</sup> Vgl. O. Issing: The ECB's Monetary Policy Strategy: Why Did We Choose a Two-Pillar Approach, in: European Central Bank (Hrsg.): The Role of Money – Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century, Frankfurt 2008.

<sup>11</sup> Dies zeigt sich beispielsweise an der hohen Bedeutung von „Sondereffekten“ in der Geldpolitik der Bundesbank. Vgl. Deutsche Bundesbank: Die Geldpolitik der Bundesbank, Sonderdruck Nr. 7, Frankfurt, Oktober 1995.

Konjunktur-, Preis- und Kostenvariablen. Die bedeutende Rolle der Geldmenge in der EZB-Strategie schlug sich in der Formulierung eines Referenzwertes für das Geldmengenwachstum nieder. Dieser wurde im Dezember 1998 auf 4,5% – bezogen auf den gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 – festgelegt.

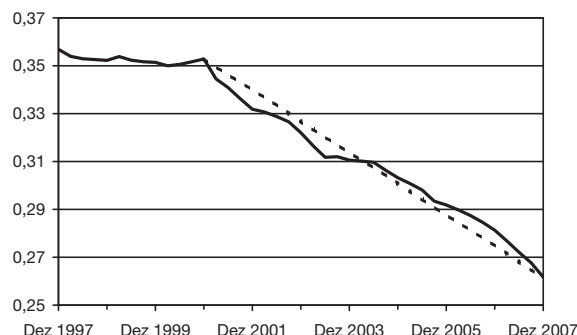
### Geldmenge hat an Bedeutung verloren

In den darauf folgenden Jahren hat der Stellenwert der Geldmenge nach und nach abgenommen. Ab dem Frühjahr 2001 beschleunigte sich das Geldmengenwachstum weit oberhalb des von der EZB als stabilitätsgerecht eingestuften Wertes. Bis heute zeigt es keine nachhaltige rückläufige Tendenz. Eine Betrachtung der Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M3 in den vergangenen zehn Jahren lässt vermuten, dass sich die Geldnachfragefunktion in Richtung einer strukturell höheren Liquiditätsnachfrage verschoben hat (vgl. Abbildung 3). Seit dem vierten Quartal des Jahres 2000 verlangsamt sich die Umlaufgeschwindigkeit um knapp 4% pro Jahr, davor hatte sie um rund 0,75% pro Jahr abgenommen. Sollte die aktuelle Verlangsamung der Umlaufgeschwindigkeit anhalten, wäre dies mit einem jährlichen Wachstum der Geldmenge M3 um rund 8% unter Einhaltung des mittelfristigen Stabilitätsziels kompatibel. Allerdings sind die Gründe für den stärkeren Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit derzeit noch nicht geklärt. Verschiedene Sondereffekte dürften eine wichtige Rolle gespielt haben. Inwiefern sich die Bewegungen der letzten Jahre auch in der Zukunft fortsetzen und sich somit die Geldnachfrage erneut als prognostizierbar herausstellen sollte, ist derzeit völlig offen.<sup>12</sup>

Vor diesem Hintergrund war es sachgerecht, dass die EZB bei ihrer Strategiereform im Mai 2003 die Rolle der Geldmenge neu definiert hat. Statt eine herausragende Rolle einzunehmen, dient sie in der monetären Analyse dazu, die Untersuchung der Preisaussichten breit zu fundieren. Betont werden dabei die unterschiedlichen Zeithorizonte der wirtschaftlichen und monetären Analyse. Während die wirtschaftliche Analyse Aussagekraft auf kurz- und mittlere Sicht besitzt, liefert die monetäre Analyse zusätzliche Informationen über Inflationsgefahren auf mittlere bis lange Sicht. Mit ihrer Strategiereform hat die EZB relativ früh auf die Signale reagiert, die eine Instabilität der langfristigen Geldnachfrage angezeigt haben. Konsequenterweise wurde auch auf die ursprünglich vorgesehene jährliche

<sup>12</sup> Vgl. B. Fischer, M. Lenza, H. Pill, L. Reichlin: Money and Monetary Policy: the ECB Experience 1999-2006, in: European Central Bank, 2008, a.a.O.; Interpretation der monetären Entwicklung seit Mitte 2004, in: EZB Monatsbericht, Juli 2007, S. 57-83.

**Abbildung 3**  
Umlaufgeschwindigkeit des Geldes  
(Geldmenge M3, Quartalswerte)



Quelle: EZB, Eurostat, Berechnungen des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken.

Aktualisierung des EZB-Referenzwertes für das Geldmengenwachstum zunächst verzichtet und schließlich Ende 2007 der Indikator insgesamt über Bord geworfen.<sup>13</sup>

Der Schwächung der Geldmenge in der Strategie der EZB steht eine Stärkung der wirtschaftlichen Analyse gegenüber. Eine zunehmende Bedeutung nehmen die seit Dezember 2000 zunächst in halbjährlichem Turnus veröffentlichten makroökonomischen Projektionen des Eurosystems ein. Seit September 2004 werden zusätzlich Aktualisierungen der Berechnungen jeweils in den Monatsberichten vom März und September der Öffentlichkeit bekanntgegeben. Die Prognose der Inflations- und Wirtschaftsentwicklung ist nicht nur eine Verdichtung der Analyse der zahlreichen Konjunkturvariablen. Gleichzeitig setzt sie die EZB aufgrund der Transparenz der Methoden dem „peer review“ der Wissenschaft und der Fachöffentlichkeit aus und trägt so zur Sicherung höchster wissenschaftlicher Standards bei.

Mit ihrer geldpolitischen Strategie hat die EZB einen eigenen Weg jenseits der Geldmengensteuerung der Bundesbank einerseits und der Inflationssteuerung der Bank of England und anderer Notenbanken andererseits eingeschlagen. Damit hat sie den Eigenheiten Rechnung getragen, die den Euro-Raum von anderen Ländern unterscheiden. Hierzu zählen die Unsicherheiten über die Verlässlichkeit wirtschaftlicher Zusammenhänge. Diese waren zum Zeitpunkt der Einführung des Euro 1999 besonders stark ausgeprägt und ließen es ratsam erscheinen, eine geldpolitische Mischstrategie zu wählen. Es gab nur vergleichsweise wenige Statistiken für den Euro-Raum insgesamt, die Noten-

<sup>13</sup> Im EZB-Monatsbericht vom Dezember 2007 fand sich erstmals kein Bezug auf den Referenzwert für das Geldmengenwachstum, allerdings ohne dass dies von der EZB kommentiert worden wäre.



bank musste ihr Urteil über die Wirtschaftsentwicklung daher auch auf nationale Statistiken der einzelnen Mitgliedstaaten stützen. Auch heute noch ist die europäische Statistik noch nicht so gut ausgebaut wie die nationale Berichterstattung in den großen Ländern des Währungsgebiets, wenngleich bei der Harmonisierung der Statistik große Fortschritte erzielt wurden. Dies spielt beispielsweise bei den makroökonomischen Projektionen immer noch eine wichtige Rolle, die in Kooperation der Experten der EZB mit denen der nationalen Notenbanken erarbeitet werden und sich zum Teil noch auf Aggregate nationaler Prognosen stützen.

### Inflationsprognose stärken

Während die Ungewissheit über die Stabilität der Nachfrage die Einführung einer Geldmengensteuerung 1999 als zu riskant erscheinen ließ, gestattete sie auf der anderen Seite aber auch nicht, als Strategie die direkte Inflationssteuerung einzuführen. Da sich diese sehr weitgehend auf ökonometrische Prognosemodelle für die Wirtschaftsleistung und die Inflationsentwicklung stützt, steht und fällt sie mit der Verlässlichkeit der Vorhersagen. Selbst bei Notenbanken mit vergleichsweise langer Tradition in der Strategie der Inflationssteuerung bleibt die Prognoseungewissheit ausgesprochen hoch. So hat das 90%-Vertrauensintervall der Inflationsprojektion der Bank of England vom Februar dieses Jahres, auf einen Zweijahreshorizont hin eine Breite von mehr als 2,5 Prozentpunkten.<sup>14</sup> Vor dem Hintergrund der höheren Verlässlichkeit der Prognosen auf nationaler Ebene ist es daher gerechtfertigt, dass der EZB-Rat die Vorhersagen auch heute noch in der Verantwortung der Experten der EZB und der nationalen Notenbanken belässt und sie nicht als eigene Prognosen der Öffentlichkeit gegenüber vertritt.

In den kommenden Jahren sollte die Strategie der EZB weiter in Richtung der direkten Inflationssteuerung ausgebaut werden.<sup>15</sup> Zum einen verbessern sich die Prognosemöglichkeiten mit dem Ausbau und der Festigung der statistischen Datenbasis für den gesamten Euro-Raum. Zum anderen macht die Unsicherheit über Stabilität und Struktur der Geldnachfrage des Euro-Raums Inflations- und Konjunkturprognosen wichtiger denn je. Ziel sollte es daher sein, dass der EZB-Rat, sobald dies vertretbar ist, eigene Inflations- und Konjunkturprognosen veröffentlicht, die die Einschätzung der Ratsmitglieder wiedergeben. Dadurch würde die Transparenz der Geldpolitik weiter gestärkt werden. Auf lange Sicht ist – der mittelfristigen Aus-

richtung der Geldpolitik entsprechend – eine Verlängerung des Prognosehorizonts von zwei auf drei Jahre wünschenswert.

Gleichzeitig sollte aber auch in der Zukunft die Geldmenge eine wichtige Rolle im geldpolitischen Rahmenwerk des Eurosystems spielen. Wertvolle Informationen über mittel- und langfristige Inflationsrisiken liefert die monetäre Entwicklung auch weiterhin, wenngleich die Treffsicherheit der Prognosen im Hinblick auf die künftige Inflation durch eine gestiegene Unsicherheit beeinträchtigt wird. So kommt eine Studie, die Daten bis zum Jahr 2006 analysiert, zu dem Ergebnis, dass monetäre Variablen zusammen mit Konjunkturvariablen bei der Prognose der künftigen Inflation unverändert hilfreich sind.<sup>16</sup> Darüber hinaus liefert eine detaillierte monetäre Analyse eine Vielzahl von Informationen, die bei der Analyse von Vermögenspreisentwicklungen und der Beurteilung der Finanzmarktstabilität von hoher Bedeutung sein können.<sup>17</sup>

Die Strategie der Inflationssteuerung kann im Euro-Raum generell nicht 1:1 umgesetzt werden. Sie muss die spezifischen Eigenarten des gemeinsamen Währungsraums ausreichend berücksichtigen. So haben beispielsweise die führenden „Inflationssteuerer“ aus Gründen einer effizienten Entscheidungsfindung vergleichsweise kleine Entscheidungsgremien. Der geldpolitische Ausschuss der Bank of England besteht beispielsweise aus neun Mitgliedern. Demgegenüber ist der EZB-Rat ein ausgesprochen großes, und im Zuge der Erweiterung des EZB-Raums auch noch wachsendes Gremium. Aktuell zählt er 21 Mitglieder. Er würde sich bei einer Einführung des Euro in allen EU-Staaten auf 33 Mitglieder vergrößern. Eine Begrenzung gibt es nur im Hinblick auf das Stimmrecht. Es ist mit der Einführung des Rotationsprinzips vom März 2003 auf 21 Mitglieder begrenzt, und wird erstmals bei einer weiteren Vergrößerung des Euro-Raums greifen.<sup>18</sup>

Klar ist, dass der EZB-Rat in seiner jetzigen Form zu groß ist, um den Anforderungen der Inflationssteuerung in idealer Weise gerecht zu werden. Rechtfertigen lässt sich seine Größe nur mit der besseren Akzeptanz der Geldpolitik bei einer direkten Beteiligung aller teilnehmenden Länder an den zentralen geldpolitischen Entscheidungen. Dies gilt gerade vor dem Hintergrund

<sup>14</sup> Vgl. Bank of England: Inflation Report, Februar 2008, S. 7.

<sup>15</sup> Vgl. A. Bley: Was kann die EZB von der Bank of England lernen?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 83. Jg. (2003), H. 7.

<sup>16</sup> Vgl. B. Hofmann: Do Monetary Indicators Lead Euro Area Inflation?, ECB Working Paper 867, Februar 2008.

<sup>17</sup> Vgl. K. Ruckriegel, F. Seitz: Die Bedeutung der Geldmenge für eine moderne Geldpolitik, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 87. Jg. (2007), H. 1, S. 14-18.

<sup>18</sup> Vgl. Veränderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat, in: EZB Monatsbericht, Mai 2003, S. 79-90.

der großen Unterschiede zwischen den Ländern des Euro-Raums in Bezug auf ihre wirtschaftliche Entwicklung und ihre Wirtschaftsstrukturen. Dem Nachteil ineffizienterer und möglicherweise trägerer Entscheidungsprozesse steht somit der Vorteil einer höheren Legitimität der Entscheidungen gegenüber. Im Zuge einer stärkeren Konvergenz im Währungsraum sollte auf lange Sicht die Entwicklung aber in Richtung auf ein deutlich kleineres geldpolitisches Entscheidungsgremium gehen. Eine Lösung könnte darin bestehen, dass der EZB-Rat die operativen geldpolitischen Entscheidungen an einen geldpolitischen Ausschuss delegiert. Dieser könnte sich aus den sechs Direktionsmitgliedern und sechs jeweils für zwei Jahre zu wählenden Präsidenten der nationalen Notenbanken zusammensetzen.<sup>19</sup>

### **Inflationserwartungen niedrig und stabil**

Die Zweisäulenstrategie hat sich in den vergangenen Jahren sowohl als Instrument zur Kommunikation mit der Öffentlichkeit als auch für die Entscheidungsfindung als erfolgreich erwiesen. Dies zeigt eindrucksvoll die Verankerung der Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau. Die EZB hat im Oktober 1998 ihren geldpolitischen Handlungsrahmen formuliert und dort als Ziel für die Preisstabilität zunächst einen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex von unter 2% festgelegt, der mittelfristig zu gewährleisten sei. Einen genauen Zahlenwert für die mittelfristig angestrebte Inflationsrate hat die EZB ursprünglich nicht vorgegeben. Mit der Strategiereform im Mai 2003 hat sie das Ziel der Preisstabilität dann auf einen Anstieg der Verbraucherpreisinflation von nahe, aber unter 2%, eingeeengt. Ein geeignetes Maß für die Inflationserwartungen sind Expertenbefragungen. So zeigt beispielsweise der von der EZB vierteljährlich durchgeführte „Survey auf Professional Forecasters“, dass die längerfristigen Inflationserwartungen dem Ziel der EZB entsprechen. Trotz des aktuellen Anstiegs der Inflation auf 3,6% (März) erwarten die Experten bis Ende des kommenden Jahres einen Rückgang der Teuerung auf 2%.

Mehr als zufriedenstellend ist auch das Ergebnis bei der tatsächlichen Inflation im Euro-Raum. Diese lag im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2007 bei 2,1%. Damit lag sie deutlich niedriger als in Deutschland von der Währungsreform bis zur Einführung des Euro mit einer durchschnittlichen jährlichen Steigerung der Verbraucherpreise von 2,6%. Dass gleichwohl die Zielsetzung der EZB nicht ganz erreicht wurde, hat mit der Serie negativer Schocks seit dem Jahr 2000 zu tun,

<sup>19</sup> Vgl. EZB-Rat durch Reformen für die Erweiterung fit machen, in: BVR special, Nr. 3, 2002, vom 20.2.2002.

die in den gut neun Jahren seit der Einführung der Gemeinschaftswährung mit einem Anstieg der Preise für Energie und andere Rohstoffe um mehr als 150% bzw. 75% (in Euro) zum Ausdruck kommt. Die stabile Verankerung der Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau zeigt, dass es der EZB gelungen ist, die Gründe für das wiederholte leichte Überschreiten ihres mittelfristigen Inflationsziels nachvollziehbar zu erklären.

### **Kommunikation kann noch verbessert werden**

Die beachtlichen Leistungen der EZB bei der Gewährleistung der Preisstabilität dürfen jedoch nicht darüber hinweg täuschen, dass im Einzelfall die Kommunikation durchaus noch verbessert werden kann. Nicht immer hatte die EZB dabei eine glückliche Hand. So erwies sich im April 1999 im Gefolge der asiatischen Finanzkrise die Zinssenkung um 50 Basispunkte auf 2,5% als voreilig. Sie musste nach wenigen Monaten angesichts einer kräftig anziehenden Konjunktur wieder zurückgenommen werden.

Als unglücklich erwiesen sich auch im Oktober 2000 Äußerungen des damaligen EZB-Präsidenten Willem Duisenberg gegenüber der Londoner Times. Duisenberg hatte festgestellt, dass Interventionen zu Gunsten des Euro trotz der damaligen extremen Euroschwäche nicht sinnvoll seien, da seitens der USA keine Interventionsbereitschaft vorliege. Einseitigen Interventionen werden deutlich geringere Erfolgchancen als koordinierten Interventionen eingeräumt. Mit seinen Äußerungen erreichte Duisenberg genau das Gegenteil von dem, was zum damaligen Zeitpunkt geldpolitisch geboten war. Er schwächte den ohnehin schon zu niedrig bewerteten Euro zusätzlich. Gleichzeitig verletzte er das Prinzip der Geldpolitik, Interventionen zwar durchzuführen aber nicht über sie zu reden.

Doch auch aktuell bestehen in der Kommunikation Verbesserungsmöglichkeiten. So sollte die Verwendung von Signalwörtern in den geldpolitischen Stellungnahmen und die teilweise mehrmonatige Vorbereitung der Märkte auf Zinsschritte überdacht werden. In Schönwetterperioden helfen diese Instrumente zwar, Zinsschwankungen am Geldmarkt zu minimieren und tragen damit zu einem reibungslosen Funktionieren des Geldmarktes bei. Wird ein kurzfristiger Kurswechsel nötig, erweisen sie der Geldpolitik jedoch einen Bärendienst. Neben erhöhten kommunikativen Schwierigkeiten erfordert das Umsteuern auch deutlich mehr Zeit und macht die Notenbank weniger flexibel als bei einer Taktik, die den künftigen Kurs der Notenbank stärker offen hält.