

Dr. Friedrich Kißmer

**31971**  
**Geldtheorie und Geldpolitik**  
**Leseprobe**

Einheit 2  
Europäische Geldpolitik

Fakultät für  
**Wirtschafts-**  
**wissenschaft**

---

Das Werk ist urheberrechtlich geschützt. Die dadurch begründeten Rechte, insbesondere das Recht der Vervielfältigung und Verbreitung sowie der Übersetzung und des Nachdrucks, bleiben, auch bei nur auszugsweiser Verwertung, vorbehalten. Kein Teil des Werkes darf in irgendeiner Form (Druck, Fotokopie, Mikrofilm oder ein anderes Verfahren) ohne schriftliche Genehmigung der FernUniversität reproduziert oder unter Verwendung elektronischer Systeme verarbeitet, vervielfältigt oder verbreitet werden.

Der Inhalt dieses Studienbriefs wird gedruckt auf Recyclingpapier (80 g/m<sup>2</sup>, weiß), hergestellt aus 100 % Altpapier.

# Inhaltsverzeichnis

	Seite
<b>Verzeichnis der Schaubilder</b> .....	<b>3</b>
<b>Verzeichnis der Tabellen</b> .....	<b>4</b>
<b>Verzeichnis der Kästen</b> .....	<b>5</b>
<b>Literaturhinweise</b> .....	<b>6</b>
<b>Einleitung</b> .....	<b>7</b>
<b>1 Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)</b> .....	<b>9</b>
<b>1.1 Organisatorischer Aufbau und Funktionen des ESZB</b> .....	<b>9</b>
1.1.1 Organisationsstruktur des ESZB: Die Europäische Zentralbank (EZB), die nationalen Notenbanken und das Eurosystem.....	10
1.1.2 Beschlussorgane der EZB.....	13
1.1.2.1 EZB-Rat, Direktorium, Erweiterter Rat und Aufsichtsgremium.....	13
1.1.2.2 Die Abstimmungsregeln im EZB-Rat .....	14
1.1.3 Zentralbankfunktionen und Eurosystem.....	18
1.1.3.1 Geldpolitische Instanz .....	19
1.1.3.2 Notenbank.....	19
1.1.3.3 Bank der Banken .....	20
1.1.3.4 Währungsbank.....	27
1.1.3.5 Hausbank des Staates .....	30
1.1.4 Organisationsstruktur der Deutschen Bundesbank.....	31
<b>1.2 Die geldpolitischen Ziele des Eurosystems</b> .....	<b>33</b>
1.2.1 Die vertragliche Zielformulierung.....	35
1.2.1.1 Anzahl und Hierarchie der Ziele .....	36
1.2.1.2 Zuweisung und vertragliche Definition des vorrangigen Zieles .....	41
1.2.2 Gewährleistung von Preisstabilität: Das vorrangige geldpolitische Ziel des Eurosystems .....	42
1.2.2.1 Präzisierung des Begriffs „Preisstabilität“ .....	42
1.2.2.2 Die quantitative Definition von Preisstabilität durch den EZB-Rat....	47
<b>1.3 Die Unabhängigkeit des Eurosystems</b> .....	<b>52</b>
1.3.1 Zur ökonomischen Bedeutung von Zentralbankunabhängigkeit.....	52
1.3.1.1 Zentralbankunabhängigkeit in der Theorie der Geldpolitik .....	54
1.3.1.2 Empirische Gründe für Zentralbankunabhängigkeit .....	59
1.3.2 Elemente der rechtlichen Unabhängigkeit des Eurosystems.....	62
1.3.3 Verantwortlichkeit und Transparenz des Eurosystems .....	69

1.4	<b>Übungsaufgaben</b> .....	79
<b>2</b>	<b>Die geldpolitische Konzeption des Eurosystems .</b>	<b>83</b>
2.1	<b>Notwendigkeit und Funktionen einer geldpolitischen Strategie...</b>	<b>84</b>
2.1.1	Strategie und Struktur der Entscheidungsfindung.....	85
2.1.2	Strategie und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik .....	90
2.2	<b>Anforderungen an die geldpolitische Strategie des Eurosystems .</b>	<b>94</b>
2.3	<b>Die Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems</b> .....	<b>97</b>
2.3.1	Veröffentlichung der quantitativen Definition von Preisstabilität .....	98
2.3.2	Die Zwei-Säulen-Konzeption.....	100
2.3.2.1	Die erste Säule: „Wirtschaftliche“ Analyse .....	101
2.3.2.2	Die zweite Säule: „Monetäre“ Analyse.....	105
2.3.2.2.1	Die Wahl des Geldmengenaggregats .....	108
2.3.2.2.2	Die Ableitung des Referenzwertes für das Wachstum der Geld- meng M3 .....	112
2.3.3	Aussichten für die geldpolitische Strategie des Eurosystems .....	113
2.4	<b>Übungsaufgaben</b> .....	<b>119</b>
<b>3</b>	<b>Die Durchführung der Geldpolitik</b> .....	<b>121</b>
3.1	<b>Der Bedarf an Zentralbankgeld als Basis für geldpolitische Maßnahmen</b> .....	<b>122</b>
3.2	<b>Die geldpolitischen Instrumente des Eurosystems</b> .....	<b>128</b>
3.2.1	Offenmarktgeschäfte .....	130
3.2.1.1	Hauptrefinanzierungsgeschäfte und Basistender .....	132
3.2.1.2	Feinsteuerungsoperationen.....	140
3.2.1.3	Strukturelle Operationen .....	141
3.2.2	Ständige Fazilitäten .....	143
3.2.2.1	Spitzenrefinanzierungsfazilität.....	144
3.2.2.2	Einlagefazilität .....	145
3.2.3	Mindestreserven .....	146
3.2.4	Wertpapierankaufprogramme .....	150
3.3	<b>Übungsaufgaben</b> .....	<b>158</b>
	<b>Zusammenfassung</b> .....	<b>160</b>
	<b>Musterlösungen</b> .....	<b>163</b>
	<b>Glossar</b> .....	<b>181</b>
	<b>Literaturverzeichnis</b> .....	<b>193</b>
	<b>Anhang</b> .....	<b>199</b>

nationalen Organe mit geldpolitischer Entscheidungskompetenz gibt. Hinsichtlich der operativen Aufgaben des Eurosystems bildet die EZB ebenfalls die oberste Stufe, während die nationalen Zentralbanken (NZBen) der Teilnehmerländer als integrale Bestandteile des Eurosystems eine dezentralisierte zweite Stufe des Eurosystems formen. Vereinfacht ausgedrückt kann man sagen, dass die Geldpolitik zentral durch den EZB-Rat bestimmt und formuliert sowie weitgehend dezentral durch die NZBen durchgeführt wird (vgl. auch Abschnitt 1.1.3).

## 1.1.2 Beschlussorgane der EZB

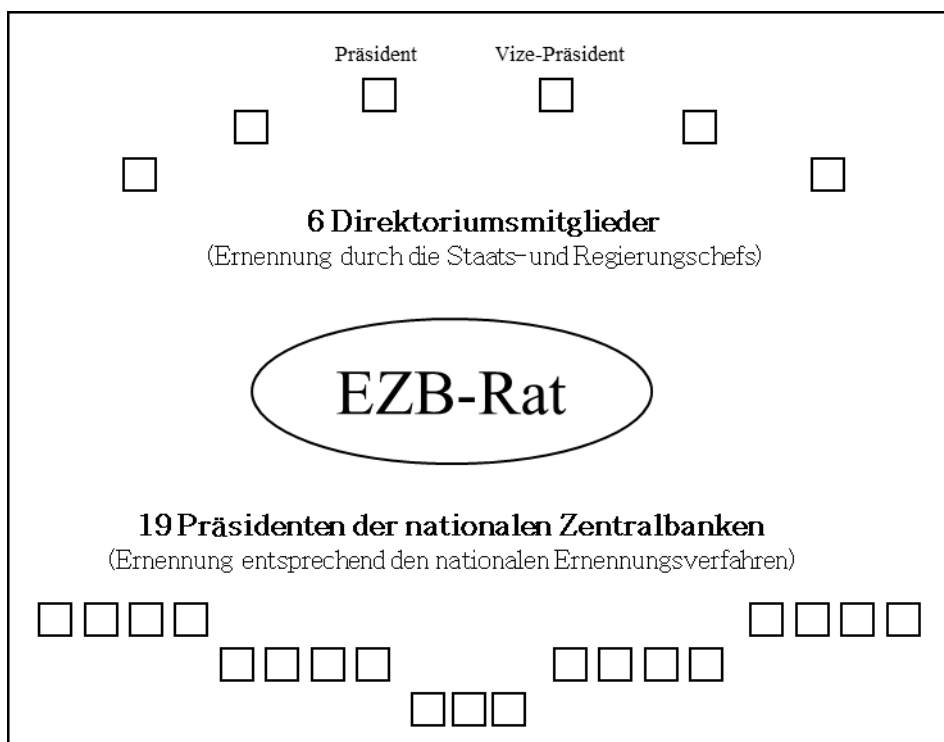
Die Beschlussorgane der EZB sind der EZB-Rat, das Direktorium, der Erweiterte Rat und das Aufsichtsgremium. Im Mittelpunkt stehen dabei der EZB-Rat und das Direktorium, wobei der EZB-Rat das oberste Beschlussorgan der EZB ist.

### 1.1.2.1 EZB-Rat, Direktorium, Erweiterter Rat und Aufsichtsgremium

Der EZB-Rat legt die Leitlinien und Entscheidungen fest, die notwendig sind, damit das Eurosystem die Erfüllung der übertragenen Aufgaben gewährleisten kann. Insbesondere verfügt der EZB-Rat über die geldpolitische Kompetenz, d.h. der EZB-Rat entscheidet auch über Zwischenziele und Strategien der Geldpolitik, über Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld.

**EZB-Rat**

Schaubild 2: EZB-Rat



Der EZB-Rat besteht aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums und den Zentralbankpräsidenten der (zurzeit) 19 Staaten, die den Euro eingeführt haben. Die Präsidenten der NZBen werden entsprechend den nationalen Gesetzen berufen, während die Mitglieder des Direktoriums von den Staats- und Regierungschefs der Länder des Euro-Währungsgebiets ernannt werden.

**Direktorium** Das Direktorium besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB, sowie vier weiteren Mitgliedern. Die Direktoriumsmitglieder sollen aus dem Kreis der in Währungs- und Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten stammen. Das Direktorium führt die laufenden Geschäfte der EZB und bereitet die (in der Regel alle 14 Tage stattfindenden) Sitzungen des EZB-Rats vor. Es ist für die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rates verantwortlich und soll hierbei die NZBen in Anspruch nehmen und diesen die notwendigen Weisungen erteilen (vgl. Abschnitt 1.1.3). Das Direktorium hat damit den Status des obersten ausführenden Organs (zentrales Exekutivorgan) der EZB.

**Erweiterter Rat** Solange nicht alle Mitgliedstaaten der EU den Euro eingeführt haben, wird der Erweiterte Rat der EZB existieren. Der Erweiterte Rat setzt sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie aus den Präsidenten der NZBen aller EU-Mitgliedstaaten zusammen. Die wesentlichen Aufgaben des Erweiterten Rats bestehen in beratenden Tätigkeiten im Hinblick auf die Einführung des Euro in den Mitgliedstaaten der EU, die bis dahin noch nicht der Währungsunion beigetreten sind. Er ist auch für die Überwachung der Wechselkursregelungen im Rahmen des Wechselkursmechanismus (WKM) II (vgl. Abschnitt 1.1.3.4) zuständig. Der Erweiterte Rat verfügt über keine geldpolitische Kompetenz im ESZB. Die EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben behalten die Zuständigkeit für ihre nationale Geldpolitik.

**Aufsichtsgremium** Seit November 2014 ist die EZB für die Aufsicht über den Bankensektor in der Eurozone zuständig. Im Rahmen des Einheitlichen Europäischen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) wurden weitreichende Kompetenzen direkt auf die EZB übertragen. In diesem Zusammenhang ist das Aufsichtsgremium mit der Planung und Wahrnehmung der Aufsichtsaufgaben der EZB betraut und erstellt Beschlussskizzen zur Annahme durch den EZB-Rat. Hierbei kommt das Verfahren der „impliziten Zustimmung“ zur Anwendung, d.h. wenn der EZB-Rat nicht innerhalb von höchstens zehn Tagen Widerspruch gegen einen Beschlussskizze des Aufsichtsgremiums einlegt, gilt der Beschluss als angenommen (vgl. Abschnitt 1.1.3.3). Das Aufsichtsgremium besteht aus einem Vorsitzenden (darf nicht Mitglied des EZB-Rates sein), einem stellvertretendem Vorsitzenden (Mitglied des EZB-Direktoriums), vier Vertretern der EZB (werden vom EZB-Rat ernannt und dürfen nicht direkt mit Fragen der Geldpolitik befasst sein) sowie Vertretern der nationalen Aufsichtsbehörden der am SSM teilnehmenden Mitgliedstaaten.

### 1.1.2.2 Die Abstimmungsregeln im EZB-Rat

Der EZB-Rat entscheidet mit einfacher Mehrheit, bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Präsidenten der EZB den Ausschlag.

Bis Ende 2014 verfügte jedes Mitglied des EZB-Rates (Direktoriumsmitglieder plus Zentralbankpräsidenten der Euro-Länder) bei geldpolitischen Entscheidungen über eine Stimme. Mit dem Beitritt Litauens zur Eurozone Anfang 2015 ist jedoch ein neues Abstimmungsverfahren, ein so genanntes Rotationsverfahren, in Kraft getreten, das in ähnlicher Form auch z.B. beim Federal Reserve System in den USA zum Einsatz kommt. Dieses Rotationsverfahren, das auf einem Vorschlag des EZB-Rates basiert, sollte ursprünglich schon bei mehr als 15 Mitgliedstaaten in Kraft treten. Im Dezember 2008 - also kurz bevor die Slowakei den Euro als 16. Mitgliedstaat einführte - beschloss jedoch der EZB-Rat, die vorgesehene Einführung des Rotationsverfahrens bis zum Beitritt des 19 Mitgliedstaates zur Eurozone zu verschieben. Das ursprüngliche „ein Mitglied - eine Stimme - Verfahren“ wurde Anfang 2015 durch das „ein *stimmberechtigtes* Mitglied - eine Stimme - Verfahren“ ersetzt. Die neuen Regeln sehen wie folgt aus:

**Neues  
Abstimmungsverfahren  
seit 2015**

- a) Jedes stimmberechtigte Mitglied des EZB-Rates hat ein Stimmrecht.
- b) Jedes der 6 Mitglieder des Direktoriums hat ein permanentes Stimmrecht.
- c) Die Anzahl der Stimmrechte für die Zentralbankpräsidenten der Euro-Länder wird auf 15 begrenzt. Die Präsidenten der NZBen üben ihre Stimmrechte auf der Basis eines vorab festgelegten Rotationsverfahrens (siehe unten) aus, d.h. die 15 Stimmrechte der Präsidenten rotieren.
- d) Sämtliche Mitglieder des EZB-Rates, ob stimmberechtigt oder nicht, nehmen wie bisher an den Sitzungen und Beratungen teil.

Die neuen Abstimmungsregeln führen also dazu, dass maximal 21 Mitglieder (alle 6 Mitglieder des Direktoriums plus 15 Präsidenten der NZBen) des EZB-Rates stimmberechtigt sind. Durch die Limitierung der Stimmrechte soll versucht werden, die Entscheidungsfindungskosten zu begrenzen. Wären auch in Zukunft nach Beitritt von sämtlichen 27 derzeitigen EU-Mitgliedstaaten die ursprünglichen Abstimmungsregeln unverändert gültig geblieben, dann wäre es zu 33 Stimmrechten im EZB-Rat gekommen. Vergleiche mit anderen Notenbanken zeigen, dass bereits die nun gültige Obergrenze von 21 Stimmrechten relativ hoch angesetzt ist. Es bleibt allerdings fraglich, ob die geplante Begrenzung der Stimmrechte im Falle einer großen Anzahl von Mitgliedern überhaupt einen signifikanten Einfluss auf die Entscheidungsfindungskosten haben wird, da ja weiterhin sämtliche Mitglieder an den Sitzungen und Beratungen teilnehmen werden.

Die Mitglieder des EZB-Rates sind gehalten, die geldpolitischen Beschlüsse im Interesse des gesamten Euro-Währungsgebietes zu fassen und sich nicht als Vertreter ihrer Länder zu verhalten (Scheller (2006)). Hierbei glaubt man, durch das Ernennungsverfahren der Mitglieder des Direktoriums (Ernennung mit qualifizierter Mehrheit durch die Staats- und Regierungschefs der Euro-Länder) Vorkehrungen getroffen zu haben, dass das Direktorium insgesamt eine unionsweite Sicht vertreten kann. Demgegenüber werden die Zentralbankpräsidenten der Euro-Länder auf der Grundlage innerstaatlicher Regelungen berufen. Auch wenn die NZBen rechtlich unabhängig sind und die NZB-Präsidenten keine Weisungen entgegennehmen dürfen (vgl. Kapitel 1.3), so kann möglicherweise doch nicht ausgeschlossen werden, dass die Gewichte, mit denen nationale Entwicklungen in unionsweite Größen eingehen sollten, von den Zentralbankpräsidenten unterschiedlich bewertet werden. Für den Fall einer zu starken Orientierung der NZB-Präsidenten an nationalstaatlichen Zielsetzungen wird befürchtet, dass -im Zuge der Erweiterung des Euro-Raums- größere Asymmetrien zwischen den Teilnehmerländern den EZB-Rat veranlassen könnten, zu ineffizient hohen Inflationsraten sowie suboptimalen Outputschwankungen im Euro-Währungsgebiet beizutragen (Berger (2002)). Eine Möglichkeit, die Berücksichtigung von unionsweiten Größen unter diesen Bedingungen zu verstärken, ohne den „regionalen Bezug“ des EZB-Rates aufzugeben, besteht darin, das Abstimmungsrecht („politische“ Gewicht) jedes Zentralbankpräsidenten an das jeweilige „ökonomische“ Gewicht des Mitgliedstaates anzunähern.

Die neuen Abstimmungsregeln berücksichtigen im Gegensatz zum vorherigen Verfahren explizit die „ökonomischen“ Gewichte der Euro-Länder. Die nun gültigen Abstimmungsregeln sollen sicherstellen, dass die stimmberechtigten Zentralbankpräsidenten aus Ländern stammen, die zusammengenommen stets repräsentativ für den Euroraum als Ganzes sind (Scheller (2006)). Zu diesem Zweck werden die Zentralbankpräsidenten entsprechend der relativen Größe ihrer Volkswirtschaften unterschiedlichen Ländergruppen zugeordnet. Die relative Größe eines Landes wird dabei durch einen zusammengesetzten Indikator approximiert, der zu 5/6 auf dem Anteil des Landes am aggregierten BIP und zu 1/6 auf dem Anteil an den aggregierten monetären Aktiva beruht. Die Gruppeneinteilung impliziert im Großen und Ganzen, dass Zentralbankpräsidenten aus Ländern mit „größeren“ Volkswirtschaften eine häufigere Stimmberechtigung im EZB-Rat erhalten als NZB-Präsidenten ökonomisch kleinerer Länder.

Konkret wurde ein zweistufiges Rotationssystem beschlossen, wobei die erste Stufe nunmehr bei einer Teilnehmerzahl von 19 bis 21 Ländern wirksam ist, während die zweite Stufe erst ab 22 und mehr Ländern greift. Bei 19 bis 21 Mitgliedstaaten im Euro-Währungsgebiet werden zwei Gruppen gebildet, wobei die erste Gruppe der 5 „ökonomisch stärksten“ Länder 4 Stimmrechte besitzt.



Zurzeit gehören Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und die Niederlande zu dieser Gruppe. Die zweite Gruppe erhält 11 Stimmrechte (vgl. Tabelle 2).

Die Stimmrechte der Zentralbankpräsidenten rotieren jeweils im monatlichen Turnus entsprechend eines vorab festgelegten Rotationszeitplans. Für den Präsidenten der Deutschen Bundesbank bedeutet dies z.B., dass er alle fünf Monate über kein Stimmrecht im EZB-Rat verfügt.

Tabelle 2: Rotationssystem mit zwei Gruppen (erste Stufe)

		Anzahl der Präsidenten im EZB-Rat			
		19	20	21	22 und mehr
<i>Erste Gruppe</i>	Anzahl der Stimmrechte/Anzahl der Präsidenten	4/5	4/5	4/5	<i>Zweite Stufe: Rotations- system mit drei Gruppen</i>
	<i>Häufigkeit der Stimmberechtigung</i>	80%	80%	80%	
<i>Zweite Gruppe</i>	Anzahl der Stimmrechte/Anzahl der Präsidenten	11/14	11/15	11/16	
	<i>Häufigkeit der Stimmberechtigung</i>	79%	73%	69%	
<b>Summe der Stimmrechte</b>		<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>

Sobald dem Euro-Währungsgebiet mindestens 22 Länder angehören, wird die zweite Stufe wirksam, in der die Zentralbankpräsidenten in drei Gruppen eingeteilt werden. Für die erste Gruppe der 5 „ökonomisch stärksten“ Länder stehen weiterhin vier Stimmrechte zur Verfügung. Die restlichen 11 Stimmrechte werden nun jedoch auf zwei weitere Gruppen aufgeteilt, wobei 8 Stimmrechte der Hälfte aller Zentralbankpräsidenten zugewiesen und die restlichen 3 Stimmrechte den verbleibenden Präsidenten zugeordnet werden (vgl. Tabelle 3).

Tabelle 3: Rotationssystem mit drei Gruppen (zweite Stufe)

		Anzahl der Präsidenten im EZB-Rat						
		19-21	22	23	24	25	26	27
<i>Erste Gruppe</i>	Anzahl der Stimmrechte/Anzahl der Präsidenten		4/5	4/5	4/5	4/5	4/5	4/5
	<i>Häufigkeit der Stimmberechtigung</i>		80%	80%	80%	80%	80%	80%
<i>Zweite Gruppe</i>	Anzahl der Stimmrechte/Anzahl der Präsidenten	<i>Erste Stufe: Rotations- system mit zwei Gruppen</i>	8/11	8/12	8/12	8/13	8/13	8/14
	<i>Häufigkeit der Stimmberechtigung</i>		73%	67%	67%	62%	62%	57%
<i>Dritte Gruppe</i>	Anzahl der Stimmrechte/Anzahl der Präsidenten		3/6	3/6	3/7	3/7	3/8	3/8
	<i>Häufigkeit der Stimmberechtigung</i>		50%	50%	43%	43%	38%	38%
<b>Summe der Stimmrechte</b>			<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>

Die Einteilung in zwei Stufen soll sicherstellen, dass das Euro-Währungsgebiet in jeder beliebigen Reihenfolge erweitert werden kann. Das folgende Schaubild 3 zeigt das Rotationssystem für derzeitigen (Mai 2021) Fall von 19 Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes.

Schaubild 3: Rotationssystem im EZB-Rat (19 Euro-Länder)



Quelle: EZB (2015a).

### 1.1.3 Zentralbankfunktionen und Eurosystem

Nach Artikel 127 (2) des AEU-Vertrages bestehen die grundlegenden Aufgaben des Eurosystems<sup>3</sup> darin,

**vier grundlegende Aufgaben des Eurosystems**

- „ (...) die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen,
- Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel 219 durchzuführen;
- die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten,
- das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.“

**weiteres Aufgabenfeld:**

Darüber hinaus soll das Eurosystem nach Artikel 127 (5) des AEU-Vertrages „ (...) zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen (...)“ beitragen. Insbesondere ist der EZB durch eine EU-Verordnung des Rates, in Anwendung des Artikels 127 (6) des AEU-Vertrages, die Zuständigkeit für besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute der Mitgliedsländer übertragen worden.

**Bankenaufsicht**

<sup>3</sup> Der Begriff ESZB wurde immer dann durch Eurosystem ersetzt, wenn in den Vertragswerken das ESZB in der Form des Eurosystems gemeint ist (vgl. Abschnitt 1.1.1).