

Diplomarbeit

Titel der Diplomarbeit

„Die geldpolitischen Maßnahmen der Europäischen Zentralbank“

Verfasser

Osman SAGLAM

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

(Mag. rer.soc.oec)

Wien, im Mai 2008

Studienkennzahl laut Studienblatt: A 157
Studienrichtung laut Studienblatt: Internationale Betriebswirtschaft
Betreuer: O. Univ.-Prof.. Dr. Robert Kunst

Eidesstattliche Erklärung

Ich erkläre hiermit an Eides Statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Wien, am 27. Mai 2008

(Osman SAGLAM)

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung	1
2. Die Entstehung der EZB	2
3. Die Organisation der EZB.....	5
3.1. Allgemeines	5
3.2. Das Direktorium	6
3.3. Der EZB-Rat.....	7
3.4. Der Erweiterte Rat der EZB	8
4. Ziele und Aufgaben des Eurosystems.....	9
4.1. Allgemeines	9
4.2. Warum hat die Preisstabilität oberste Priorität?	10
5. Geldpolitik in der Theorie.....	13
5.1. Allgemeines	13
5.2. Was ist Geld?.....	13
5.3. Die Geldfunktionen.....	14
5.3.1. Tauschmittel	14
5.3.2. Recheneinheit.....	14
5.3.3. Wertaufbewahrungsmittel	14
5.4. Geldarten	15
5.5. Die Geldmenge	15
5.5.1. Definition.....	15
5.5.2. Die Geldmengen der EZB	16
5.6. Der Geldschöpfungsprozess	17
5.7. Die langfristige Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen.....	20
5.7.1 Die Quantitätstheorie des Geldes.....	20
5.7.2 Quantitätsgleichung.....	23
5.8. Die kurzfristige Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen.....	24
6. Die geldpolitischen Instrumente der EZB.....	26
6.1. Allgemeines	26
6.2. Offenmarktgeschäfte.....	26
6.2.1. Befristete Transaktionen.....	27
6.2.2. Hauptrefinanzierungsgeschäfte.....	28
6.2.3. Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	28

6.2.4. Feinsteuerungsoperationen	29
6.2.5. Strukturelle Operationen	30
6.2.6. Die Emission von Schuldverschreibungen der EZB	31
6.2.7. Endgültige Käufe oder Verkäufe	32
6.2.8. Devisenswapgeschäfte.....	32
6.2.9. Die Hereinnahme von Termineinlagen	33
6.3. Ständige Fazilitäten.....	34
6.3.1. Spitzenrefinanzierungsfazilität	34
6.3.2. Die Einlagefazilität.....	35
6.4. Allgemeine Zulassungskriterien	36
6.5. Tenderverfahren.....	37
6.5.1. Allgemeines	37
6.5.2. Schritt 1: Tenderankündigung	38
6.5.3. Schritt 2: Vorbereitungen der Geschäftspartner	39
6.5.4. Schritt 3: Zusammenstellung der Gebote	40
6.5.5. Schritt 4: Zuteilungsverfahren und Veröffentlichung	40
6.5.6. Schritt 4a bei Mengentendern.....	40
6.5.7. Schritt 4a bei Zinstendern in Euro	41
6.5.8. Schritt 4b: Veröffentlichung der Tenderergebnisse	43
6.5.9. Schritt 5: Bestätigung der Zuteilungsergebnisse	44
6.5.10. Schritt 6: Abwicklung der Transaktion	44
6.6. Bilaterale Geschäfte	44
6.7. Notenbankfähige Sicherheiten.....	45
6.7.1. Allgemeines	45
6.7.2. Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten	46
6.7.3. Zulassungskriterien für nicht marktfähige Sicherheiten	47
7. Mindestreserven	49
7.1. Allgemeines	49
7.2. Mindestreservepflichtige Institute	49
7.3. Die Funktionen des Mindestreservesystems	50
7.4. Ermittlung der Mindestreserve	51
7.5. Die Verzinsung der Mindestreserven.....	53
7.6. Das Verfahren zur Festsetzung des Mindestreservesolls	54
7.7. Sanktionen für die Nichteinhaltung der Mindestreservepflicht.....	55

8. Geldpolitische Maßnahmen der EZB in den ersten fünf Jahren	56
8.1. Überblick	56
8.2. Phase 1	58
8.3. Phase 2	59
8.4. Phase 3	61
9. Schlussbemerkungen	63
10. Literaturverzeichnis	64
11. Zusammenfassung der Diplomarbeit	65

1. Einleitung

In der heutigen Zeit, in der der Kapitalismus seinen Höhepunkt erreicht hat und die Anzahl der Kapitalgesellschaften sich stetig erhöht, verfolgen natürliche sowie juristische Personen die Absicht ihren Gewinn zu maximieren. Man versucht immer mehr und mehr Geld zu verdienen um dieses dann auszugeben oder weiter anzulegen. Jeder Mensch liebt Geld oder hat zumindest nichts gegen den Zufluss von zusätzlichem Geld auszusetzen. Doch was würde geschehen, wenn man sein ganzes Leben lang hart gearbeitet und Geld auf die Seite gelegt hat um sich im fortgeschrittenen Alter ein Haus, ein Luxusauto oder eine Yacht zu kaufen oder das Geld einfach nur gehäuft hat um seine Zukunft abzusichern, aber der Wert des Geldes plötzlich verschwindet und man nur noch einen Haufen voller bedruckter Geldscheine besitzt mit denen man sich maximal einen Kaugummi kaufen kann? In solch einem Fall hätte man sein ganzes Leben lang so wenig wie möglich ausgegeben, aber hätte am Ende trotzdem nichts außer einem Haufen aus wertlosem Geld.

Um so ein Horrorszenario vermeiden zu können, muss es eine Behörde oder eine Stelle geben, die das Geld hütet und dafür sorgt, dass es seinen Wert nicht verliert. In der Europäischen Union oder zumindest im Euro-Währungsgebiet stellt die Europäische Zentralbank seit 1999 diese Stelle dar. Ihre Aufgabe besteht darin den Wert des Geldes bzw. die Preise in der Währungsunion möglichst stabil zu halten und gegebenenfalls die Wirtschaft des Währungsgebietes zu fördern.

In dieser Arbeit werden wir uns anfangs die Entstehung der EZB ansehen, uns mit der Institution der EZB beschäftigen, die wirtschaftlichen Vor- und Nachteile der Währungsunion betrachten, uns mit dem theoretischen Hintergrund der Geldpolitik befassen und anschließend die geldpolitischen Instrumente und Maßnahmen der EZB diskutieren.

Ziel dieser Arbeit ist es dem Leser die Europäische Zentralbank und ihre geldpolitischen Maßnahmen näher zu bringen und ihm die grundlegende Information, zur eventuellen Geschäftsabwicklung im Dienste eines Kreditinstitutes mit der EZB bzw. mit den nationalen Zentralbanken, zu vermitteln.

2. Die Entstehung der EZB

Vor über 50 Jahren hatten eine Handvoll Politiker eine Vision, die die Geschichte Europas verändern sollte. Sie wollten eine Wirtschafts- und Währungsunion gründen. Im Jahre 1950 schlug der damalige französische Außenminister Robert Schuman die Integration der westeuropäischen Kohle- und Stahlindustrie vor. Sechs Staaten (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Luxemburg und die Niederlande) einigten sich und gründeten 1952 die Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl (EGKS, Montanunion).

Der Erfolg der EGKS hatte alle Erwartungen übertroffen, sodass sich dieselben sechs Staaten einigten ihre Integrationspolitik auf den Bereich der Wirtschaft auszuweiten. 1957 wurde der so genannte Römische Vertrag zur Gründung der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) und der Europäischen Atomgemeinschaft (EURATOM), der 1958 in Kraft getreten ist, unterzeichnet. Es wurde geplant innerhalb von 12 Jahren einen Binnenmarkt zu errichten, doch diese Idee konnte nicht in solch einer kurzen Zeit verwirklicht werden. Bis zur Schaffung des Binnenmarktes (Vertrag von Maastricht 1993) wurden diese drei Gemeinschaften noch einigen Änderungen unterzogen.

Im Jahre 1967 wurden die drei bestehenden Gemeinschaften (EGKS, EWG und EURATOM) im Fusionsvertrag zusammengeführt und es entstand die Europäische Gemeinschaft (EG). Ein Jahr später kam die Zollunion zum Einsatz. Importe und Exporte wurden innerhalb der EG völlig zollfrei. Die EG wurde zu diesem Zeitpunkt immer interessanter für die übrigen Staaten Europas, welche sich ernsthafte Gedanken über einen möglichen Beitritt ihrerseits machten.

Erst im Jahre 1970 begann man allmählich Schritte in Richtung der Währungsunion zu machen. Das erste Konzept einer Währungsunion, der Werner-Bericht, wurde vorgestellt. Laut diesem Bericht sollte man das Ziel der Währungsunion durch drei Phasen, die 1980 abgeschlossen sein sollten, erreichen. Das Konzept schien verwirklichbar zu sein, doch niemand hatte mit der „Ersten Ölkrise 1973“ rechnen können, die alle Pläne zu nichte machte.

Drei Jahre später (1973) wuchs die Anzahl der Mitglieder der EG auf neun. Dänemark, Irland und das Vereinigte Königreich traten der Europäischen Gemeinschaft bei.

Angeschlagen von der Ölkrise war die EG auf der Suche nach einer Lösung des Problems der Instabilität und gründete 1979 das Europäische Währungssystem (EWS). Die Idee dahinter war die Einführung von festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen zwischen den Währungen der EG-Staaten.

1981 wurde Griechenland in die EG aufgenommen und die Anzahl der Mitglieder erhöhte sich auf zehn.

Im Jahre 1986 stieg die Mitgliederanzahl auf 12, weil auch Portugal und Spanien ab diesem Zeitpunkt zur Gemeinschaft gehörten. Das zweite wichtige Ereignis in diesem Jahr war der neue Impuls zur Realisierung der Wirtschafts- und Währungsunion. Man hatte erkannt, dass ein Binnenmarkt nur in Verbindung mit einer Währungsunion den größten Nutzen für alle Beteiligte bringen würde. Aus diesem Grund hat der Europäische Rat 1988 den Delors-Ausschuss zur Ausarbeitung eines Konzeptes zur Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion beauftragt.

Ein Jahr später wurde dem Rat der fertige Delors-Bericht übermittelt, welcher dann zu Verhandlungen über den Vertrag der Europäischen Union (EU-Vertrag) geführt hat. Der neue Vertrag sollte die Europäische Union begründen und den Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) ablösen.

Es hat ungefähr vier Jahre gedauert bis der EU-Vertrag zur Unterschrift vorgelegt werden konnte, was zu erkennen lässt, wie viel Verhandlungsarbeit dahinter steckt. Der EU-Vertrag wurde im Februar 1992 in der niederländischen Stadt Maastricht von allen damaligen Mitgliedern unterzeichnet und trat am 1. November 1993 in Kraft.

Wie schon 1970 im Werner-Bericht geplant, vollzog sich der Weg zur gemeinsamen Währung in drei Stufen.

1. Stufe (1990-1993):

Schaffung eines vollständigen Binnenmarktes durch Abbau der Beschränkungen zum freien Personen-, Waren-, Kapital- und Dienstleistungsverkehr innerhalb der EU, durch gemeinsame Wechselkurspolitik und durch die Bewertung der Konvergenzfortschritte.

2. Stufe (1994-1998):

In dieser Stufe wurde der Vorgänger der Europäischen Zentralbank gegründet, das Europäische Währungsinstitut (EWI). Außerdem wurde die Verpflichtung zur Unabhängigkeit der nationalen Zentralbanken umgesetzt und es wurde mit der Überwachung der Haushaltslage der Mitgliedstaaten gestartet.

3. Stufe (ab 1. Jänner 1999):

Mit Beginn dieser Stufe wurden die Wechselkurse der Mitglieder unwiderruflich festgelegt. Die gesamte geldpolitische Zuständigkeit wurde auf die EZB übertragen und der EURO wurde als gemeinsame Währung eingeführt. Ab 1. Jänner 2002 wurden die EURO Banknoten und Münzen in Umlauf gesetzt und mit Ende Februar 2002 haben die nationalen Währungen ihre Gültigkeit als gesetzliches Zahlungsmittel verloren.

Zwei Jahre nach dem in Kraft treten des Vertrages von Maastricht wurde die EU um die folgenden drei Mitglieder erweitert: Österreich, Finnland und Schweden.

Am 1. Juni 1998 wurde die EWI aufgelöst und die Europäische Zentralbank wurde in Frankfurt am Main gegründet. Sieben Monate später, am 1. Jänner 1999, haben elf Staaten die Zuständigkeit ihrer nationalen Geldpolitik an die EZB übertragen. Seitdem sind vier weitere Staaten der Währungsunion beigetreten und die Anzahl der „Euro-Staaten“ ist auf 15 gestiegen.



3. Die Organisation der EZB

3.1. Allgemeines

Die EZB ist, neben den nationalen Zentralbanken der 27 Mitgliedstaaten der EU, Bestandteil des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)¹. Die ESZB hat den Vertrag von Maastricht, die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken sowie die Satzung der EZB als Rechtsgrundlage.

Die 15 Mitgliedstaaten, die den EURO bereits als ihr gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt haben, und die EZB werden unter dem Begriff Eurosystem zusammengefasst.

Folgende Grafik soll den Aufbau der ESZB verdeutlichen.



Abbildung 1

Die EZB beschäftigt zurzeit ungefähr 1100, aus allen 25 EU-Staaten stammende, Mitarbeiter und residiert, verteilt auf 39 Stockwerke, im Euro-Tower in Frankfurt am Main². 2009 soll die EZB in ein, von einem Wiener Architekturbüro geplantes und bei der ehemaligen Frankfurter Markthalle gebautes, Bürogebäude übersiedeln. Der wichtigste Grund dieser Übersiedlung ist der Aspekt des Platzbedarfes, denn die Führungskräfte der EZB sind sich bewusst, dass innerhalb der nächsten 10 Jahre der eine oder andere Mitgliedstaat der EU die Konvergenzkriterien erfüllen wird, bzw. sich doch noch entschließen wird der Währungsunion beizutreten. Das neue Gebäude bietet eine Kapazität für 1800 EZB Mitarbeiter, die sicherlich früher oder später komplett genutzt werden wird.

¹ Artikel 106 des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft

² vgl: Die Europäische Zentralbank: frankfurt-interaktiv.de [Zugriff am 5.02.2008]

3.2. Das Direktorium

Geführt wird die EZB vom Direktorium, welches aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und weiteren vier Mitgliedern besteht. (Siehe Abbildung 2,

Obere Reihe von links nach rechts:

Jürgen Stark, José Manuel González-Páramo, Lorenzo Bini Smaghi; **Untere**

Reihe von links nach rechts: Gertrude

Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet

[Präsident], Lucas D. Papademos

[Vizepräsident]) Die Mitglieder des Direktoriums werden gemäß Artikel 109a (2) lit. b EG-Vertrag von den Staats- und Regierungschefs der an der Währungsunion teilnehmenden Staaten ernannt. Vor der Ernennung hört der EU-Rat das Europäische Parlament und den EZB-Rat an und empfiehlt den Staats- und Regierungschefs bestimmte Personen.

Der EG-Vertrag schreibt für Mitglieder des Direktoriums eine Mindestamtszeit von acht Jahren vor, wobei eine Amtsenthebung bei Vorliegen eines wichtigen Grundes durchgeführt werden kann³. Diese Regelung soll die Kontinuität der Amtszeit gewährleisten und dafür sorgen, dass man ausreichend Zeit hat um Langzeitprojekte durchzuführen.

Das Direktorium kommt für gewöhnlich einmal pro Woche zusammen und ist für folgende Punkte zuständig⁴:

- Es muss die geldpolitischen Maßnahmen der EZB ausführen
- Es muss die Sitzungen des EZB-Rats vorbereiten⁵
- Es muss die Entscheidungen des EZB-Rats durch die Erteilung von Weisungen an die nationalen Zentralbanken durchführen⁶
- Es führt die laufenden Geschäfte der EZB



Abbildung 2; Quelle: EZB

³ Art 109a (2) des Vertrages zur Gründung der EG

⁴ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004) S.11

⁵ Art 12.2. der Satzung der EZB

⁶ Art 12.1. der Satzung der EZB

- Es muss die vom EZB-Rat übertragene Befugnisse ausüben
- Der Präsident führt den Vorsitz im EZB-Rat, im Direktorium und im Erweiterten Rat der EZB⁷

3.3. Der EZB-Rat

Der EZB-Rat ist eines der zwei Beschlussorgane der EZB und besteht gemäß Artikel 109a (1) EG-Vertrag aus den Mitgliedern des Direktoriums und aus den Präsidenten der nationalen Zentralbanken aller Mitgliedstaaten der Währungsunion. Falls von ihnen gewünscht, dürfen der Präsident des EU-Rats und ein Mitglied der Europäischen Kommission auch bei den Sitzungen teilnehmen, jedoch dürfen sie bei einer eventuellen Abstimmung keine Stimme vergeben⁸.

Laut der Satzung der EZB müsste der EZB-Rat nur zehnmal pro Jahr zusammenkommen, doch in der Praxis treten die Mitglieder zweimal im Monat zusammen⁹. Für gewöhnlich wird bei der ersten Sitzung im Monat über geldpolitische Maßnahmen und in der zweiten Sitzung über organisatorische Angelegenheiten beraten.

Beschlüsse der EZB kann man in zwei Kategorien zuordnen. Man unterscheidet Beschlüsse über finanzielle Angelegenheiten von Beschlüssen über nichtfinanzielle Angelegenheiten. Bei der letzteren Kategorie wird jedem Mitglied des EZB-Rats eine Stimme zugeteilt und Entscheidungen werden durch absolute Mehrheit getroffen. Bei einer gleichen Anzahl von Stimmen entscheidet die Stimme des Präsidenten des Direktoriums¹⁰. Bei der ersten Kategorie werden die Stimmen nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewichtet, wobei das Direktorium klarerweise keine Stimmen besitzt und dadurch nicht in die Entscheidung involviert ist¹¹. Eine qualifizierte Mehrheit bedarf zwei Drittel des Kapitals und die Mehrheit der nationalen Zentralbanken.

Neben dem Treffen der strategisch bedeutendsten Entscheidungen für das Eurosystem hat der EZB-Rat noch folgende Aufgaben zu bewältigen¹²:

- Beschlüsse über die Höhe der EZB-Leitzinsen fassen

⁷ Art 13.1. der Satzung der EZB

⁸ Art 109b (1) des Vertrages zur Gründung der EG

⁹ Art 10.5. der Satzung der EZB

¹⁰ Art 10.2. der Satzung der EZB

¹¹ Art 10.3. der Satzung der EZB

¹² vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004) S.10

- Der Erlass von Leitlinien und das Treffen von Entscheidungen, die notwendig sind um die Erfüllung der Aufgaben des Eurosystems zu gewährleisten.
- Bereitstellen von Zentralbankengeld

3.4. Der Erweiterte Rat der EZB

Das zweite Beschlussorgan der EZB bildet der Erweiterte Rat. Artikel 45, 46 und 47 der Satzung des ESZB und der EZB bilden die Rechtsgrundlage des Erweiterten Rates. Gemäß Artikel 45.2 der oben genannten Satzung besteht der Erweiterte Rat aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten aller nationalen Zentralbanken der Mitglieder der EU. Die vier Mitglieder des Direktoriums, der Präsident des EU-Rates und ein Mitglied der Europäischen Kommission dürfen an den Sitzungen des Erweiterten Rates teilnehmen, haben jedoch kein Stimmrecht.

Der Erweiterte Rat veranstaltet für gewöhnlich viermal pro Jahr eine Sitzung in Frankfurt am Main. Er wird nur solange bestehen solange es Mitgliedsstaaten der EU gibt, die die Konvergenzkriterien zur Einführung des EURO als gesetzliches Zahlungsmittel nicht erfüllen können bzw. die sich aufgrund einer Sondervereinbarung (Vereinigtes Königreich und Dänemark) weigern dürfen der Währungsunion beizutreten. Der Erweiterte Rat erfüllt hauptsächlich eine beratende Funktion und trägt keine Verantwortung für geldpolitische Entscheidungen.

Folgende Tätigkeiten fallen in den Aufgabenbereich des Erweiterten Rates der EZB¹³:

- Das Beraten der EZB¹⁴
- Hilfe beim erstellen der Jahresberichte der EZB
- Das Erheben von statistischen Daten¹⁵
- Festlegen von Arbeitsbedingungen für EZB-Mitarbeiter
- Vorarbeiten zur Festlegung unwiderruflicher Wechselkurse
- Das Erlassen von Vorschriften für die Standardisierung der buchmäßigen Erfassung und der Meldung der Geschäfte der nationalen Zentralbanken

¹³ vgl.: EU: Die Geldpolitik der EZB (2004) S.12

¹⁴ Art 47.1. der Satzung der EZB

¹⁵ Art 47.2. der Satzung der EZB

4. Ziele und Aufgaben des Eurosystems

4.1. Allgemeines

Die Ziele und Aufgaben des Eurosystems werden im Artikel 105 Absatz 1 und 2 des EG-Vertrages definiert. Anzumerken ist, dass der EG-Vertrag anstelle des Eurosystems den Begriff des Europäischen Systems der Zentralbanken benutzt (ESZB). Der Grund der abweichenden Bezeichnung liegt in der Annahme der EU, dass früher oder später jeder EU-Mitgliedstaat auch ein Mitglied der gemeinsamen Währungsunion sein wird und folglich es keinen Unterschied zwischen dem Eurosystem und dem ESZB geben wird. Solange es noch EU-Mitgliedsstaaten gibt, die nicht der Währungsunion angehören ist im folgenden Artikel der Begriff „ESZB“ als Eurosystem zu verstehen.

"(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 3 a 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."¹

Laut dem angeführten Auszug aus dem Vertrag hat das Ziel, die Preisstabilität im Währungsraum zu gewährleisten, die höchste Priorität für das Eurosystem. Erst wenn dieses Ziel erreicht werden kann und soweit dies ohne Beeinträchtigung dieses Zieles möglich ist, verweist der Artikel 105 des EG-Vertrages auf die Ziele, die im Artikel 2 desselben Vertrages aufgelistet sind. Die für das Eurosystem relevanten Ziele im Artikel 2 des EG-Vertrages sind die Schaffung eines hohen Beschäftigungsniveaus, die Gewährleistung eines beständigen nichtinflationären Wachstums und die Schaffung eines hohen Grades von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen.

Zu beachten ist, dass der EG-Vertrag eine eindeutige Rangfolge der zu verfolgenden Ziele vorgibt, wobei die oben genannten Ziele in dieser Reihenfolge nur in Angriff genommen werden dürfen, wenn auch wirklich das Ziel der Preisstabilität ernsthaft verfolgt wurde.

¹ Amtsblatt Nr. C191 (1992) Artikel 105 des EG-Vertrages

4.2. Warum hat die Preisstabilität oberste Priorität?

Zahlreiche Ökonomen sind sich sicher, dass die Preisstabilität einen bedeutungsvollen Faktor zur Steigerung des wirtschaftlichen Wohlstands und des Wachstumspotenzials einer Volkswirtschaft darstellt. Unter Preisstabilität versteht man in diesem Sinn die Vermeidung einer zu hohen Inflation oder Deflation. Eine Definition des EZB-Rat sieht folgendermaßen aus:

"Preisstabilität wird definiert als ein Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden"²

Die folgenden sieben Vorteile der Preisstabilität sollen die zugrunde liegende Meinung bekräftigen³.

- Durch stabile Preise (d.h. keine Inflation) an den Märkten sind Preissteigerungen, die von den Händlern verursacht werden, viel einfacher zu erkennen. Investitionsentscheidungen ändern sich, denn rationale Käufer entscheiden sich nun bei einem identischen Produktnutzen zweier Produkte stets für das mit dem niedrigeren Preis. Daraus folgt, dass sich durch die höhere Transparenz der Preise effizientere Ressourcenallokationen ergeben und der Wohlstand der Haushalte sowie der Wirtschaft steigt.
- Ein niedriges Inflationsrisiko steigert den Wohlstand einer Wirtschaft. Beispielsweise Banken kalkulieren bei der Vergabe von Krediten gewisse Risikoprämien und schlagen diese auf die Zinssätze auf. Wenn man nun das Inflationsrisiko vernachlässigen kann, so vermindert sich automatisch die Risikoprämie im Realzins, die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik steigert die Allokationseffizienz der Kapitalmärkte und folglich werden die Investitionsanreize gestärkt. Steigen nun die Investitionen, so steigt nach volkswirtschaftlicher Theorie auch der wirtschaftliche Wohlstand.
- Inflation erhöht das Risiko der ineffizienten Anlageentscheidung. Bei zu hoher Inflation versuchen sich manche Wirtschaftsakteure durch ansammeln von Waren und Rohstoffen gegen das Inflationsrisiko abzusichern, denn Güter behalten ihren Wert eher als Geld. Diese Entscheidung führt allerdings zu einer ineffizienten Allokation der Waren und zur Verminderung der Produktion, was das Wachstum einer Volkswirtschaft beeinträchtigt.

² Österreichische Nationalbank [Zugriff am 10.02.2008]

³ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.42

- Preisstabilität vermindert Verzerrungen der Steuer- und Sozialsysteme. Da Steuersysteme im Normalfall keine Anbindung an die Inflation oder Deflation aufweisen, kann es zu Verzerrungen des Verhaltens von Beteiligten des Wirtschaftslebens kommen. Das österreichische Einkommenssteuersystem bemisst beispielsweise die Lohnsteuer nach dem nominellen Einkommen. Werden nun die Gehälter wegen einer zu hohen Inflation ebenfalls erhöht, so verdient ein Angestellter, relativ gesehen, nicht mehr als vorher, doch kann in eine neue Steuerklasse fallen und dadurch mehr Steuern als vor der Einwirkung der Inflation zahlen müssen⁴.
- Preisstabilität vermindert die so genannten „Schuhsohlenkosten“. Die Kosten einer Verringerung der Kassenhaltung werden als Schuhsohlenkosten bezeichnet. Inflation wirkt als eine Art Steuer auf Bargeldbestände. Ein Artikel aus „The Wall Street Journal“ vom 13. August 1985, S1 verdeutlicht dieses Problem der Inflation. Im angesprochenen Artikel versucht eine Bolivianische Familie mit dem Problem einer Hyperinflation zu Recht zu kommen. Nach Eingang des Gehaltes auf dem Bankkonto wird keine Zeit verloren um das Geld in Waren und in eine stabile Währung umzutauschen, denn jede Sekunde verlieren die bolivianischen Pesos an Wert. Vor jedem neuen Einkauf von Waren muss Geld von der stabilen Währung auf Pesos gewechselt werden, was unverhältnismäßig hohe Transaktionskosten (Zeit, Mühe, Stress, ...) für die Familie führt.⁵
- Preisstabilität vermindert die erhebliche und willkürliche Umverteilung von Vermögen und Einkommen. In einem inflatorischen oder deflatorischen Umfeld kommt es je nach Geschäftsbeziehung zwischen Schuldnern und Gläubigern zu einer Umverteilung des Vermögens bzw. des Einkommens. Betrachten wir eine Lieferung auf Ziel, so wird in einem inflatorischen Umfeld das Vermögen willkürlich vom Gläubiger auf den Schuldner umverteilt, denn der Schuldbetrag bleibt gleich, jedoch ändert sich der Wert des Betrages, da er bei der Rückzahlung der Schuld nicht mehr so hoch wie zu Beginn der Schuld ist. Der Gläubiger hätte zum Zeitpunkt der Schuldbegleichung im Falle eines Barverkaufes einen höheren Erlös erzielen können. Das gleiche Beispiel würde in einem deflatorischen Umfeld das Umgekehrte Ergebnis liefern⁶.

⁴ vgl.: N. Gregory Mankiw: Volkswirtschaftslehre (1999), S.681

⁵ vgl.: N. Gregory Mankiw: Volkswirtschaftslehre (1999), S.678

⁶ vgl.: Paul A. Samuelson und William D. Nordhaus: Volkswirtschaftslehre (2001) S.669

- „Speisekartenkosten“ werden durch Preisstabilität vermindert. Unternehmen ändern ihre Preise selten, da Preisänderungen in hohen Intervallen hohe Kosten verursachen. Zu Speisekartenkosten zählen die Kosten für den Druck und die Verteilung neuer Preislisten und Kataloge, die Kosten für die Auszeichnung der Produkte mit den neuen Preisen, die Kosten der Entscheidung über die neuen Preise sowie im weiteren Sinn die Kosten der Auseinandersetzung mit verärgerten Kunden. Staaten mit einer niedrigen oder gar keinen Inflation verändern ihre Preise ein bis zweimal im Jahr.

Ein weiteres Problem der unstabilen Preise, welches in der Literatur nicht eindeutig genannt wird, aber als Ergänzung der Speisekartenkosten gesehen kann, hat mir der Vertriebschef des größten österreichischen Snackautomatenanbieters und bei einem beruflichen Meeting geschildert. Wie wir wissen, kann man beim Erwerb von Snacks und Getränken aus Automaten im Euroraum folgende Münzen einwerfen: 5 Cent, 10 Cent, 20 Cent, 50 Cent, 1 Euro und 2 Euro. Aus verschiedenen Gründen ist es, laut diesem Herrn, in dieser Branche üblich die Preise auf volle 10 Cent zu runden. Bei einer Teuerung der Produktpreise von Seiten der Hersteller ist es der Firma aber nicht möglich ihre Preise genau im selben Prozentuellen Ausmaß zu erhöhen, denn man kann bei Automaten keine 1 bzw. 2 Cent Münzen einwerfen und es wäre auch nicht üblich. Aus diesem Grund kann das Unternehmen seine Preise nicht ständig ändern und muss warten, bis die Teuerung pro Produkt seit der letzten Preiserhöhung wieder ca. 10 Cent beträgt. Eine vorzeitige Erhöhung der Preise wäre zu Lasten der Kunden und ist aufgrund der großen Konkurrenz, laut diesem Unternehmen, nicht möglich. Durch stabile Preise könnte man dieses Problem vermeiden.

Die sieben angeführten Vorteile bzw. Argumente lassen darauf schließen, dass durch das Verfolgen des primären Zieles der Preisstabilität durch die EZB auch die im Artikel 2 des EG-Vertrages aufgezählten sekundären Ziele indirekt (durch die positiven Auswirkungen der Preisstabilität) erfüllt werden bzw. dass ein Beitrag zur Erfüllung dieser Ziele geleistet wird. Die sekundären Ziele können von der EZB nur indirekt erfüllt werden, da man mit der Geldpolitik nur das Preisniveau der Währungsgemeinschaft beeinflussen kann, nicht jedoch reale wirtschaftliche Größen.

Die Aufgaben des Eurosystems sind aus dem oben angeführtem Artikel 2 des EG-Vertrages ebenfalls ersichtlich. In dieser Arbeit werden wir uns hauptsächlich mit der Aufgabe der Festlegung und Ausführung der Geldpolitik beschäftigen. Wir werden in Kapitel 6 jene Instrumente kennen lernen, die von der EZB zur Erfüllung ihrer Aufgaben benutzt werden.

Um die Funktionsweise der Instrumente besser verstehen zu können, werden wir uns im nachfolgenden Kapitel 5 mit einigen makroökonomischen Einflüssen des Geldes befassen.

5. Geldpolitik in der Theorie

5.1. Allgemeines

Die EZB beschäftigt heute rund 1100 Mitarbeiter worunter sich sehr viele Wissenschaftler befinden, die Geschehnisse der ganzen Welt aufmerksam beobachten und bewerten. Diese Leute besitzen ein fundiertes makroökonomisches Wissen und verstehen die Zusammenhänge jener Variablen die Volkswirtschaften beeinflussen können. Zu diesen Variablen gehören unter anderen Arbeitslosenquoten, Marktwachstumsraten, Marktzinssätze, Preisindizes und die Inflation.

In diesem Kapitel werden wir uns mit einigen Variablen befassen, die einen Einfluss auf die Geldpolitik der EZB haben, und sehen wie Veränderungen dieser Variablen auf freie Märkte wirken. Zu diesem Zweck beginnen wir mit der Definition des Geldes und arbeiten uns Schrittweise zu unserem Ziel hin, die Geldpolitik der EZB zu verstehen.

5.2. Was ist Geld?

Es gibt viele unterschiedliche Definitionen für den Begriff des Geldes, die aber alle im Großen und Ganzen das Gleiche aussagen. Ökonomen verwenden das Wort „Geld“ in folgendem Sinn:

„Geld ist ein Bündel von Aktiva, die die Menschen in einer Volkswirtschaft regelmäßig dazu verwenden, Waren und Dienstleistungen von anderen Menschen zu erwerben“¹.

In der weltweit größten Online-Enzyklopädie Wikipedia findet man folgende Definition: „Geld ist ein Zwischentauschmittel, welches sich von anderen Tauschmitteln dadurch unterscheidet, dass es nicht unmittelbar den Bedarf eines Tauschpartners befriedigt, sondern aufgrund allgemeiner Anerkennung zum weiteren Tausch eingesetzt werden kann.“²

¹ vgl.: Mankiw: Volkswirtschaftslehre (1999) S.644

² Wikipedia Online-Enzyklopädie [Zugriff am 28.03.2008]

5.3. Die Geldfunktionen

In der Volkswirtschaft hat Geld drei Funktionen: Es ist **Tauschmittel, Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel**. Durch das Zusammenwirken dieser genannten Funktionen unterscheidet sich Geld von anderen Aktiva. Diese Definition genießt die größte Verbreitung in der Volkswirtschaft und ist auf David Hume, einem wichtigen Ökonomen des 18. Jahrhunderts und einer der Urheber der Quantitätstheorie, zurückzuführen.

John Maynard Keynes, einer der wichtigsten Ökonomen des 20. Jahrhunderts und Namensgeber des Keynesianismus, benutzte eine etwas andere Dreierheit verschiedener Gelthaltungsmotive. Er behauptete, dass Menschen Geld wegen des Transaktionsmotivs, des Vorsichtsmotivs und des Spekulationsmotivs halten³.

Wir werden uns in dieser Arbeit auf die Definition der Quantitätstheorie nach Hume konzentrieren und dazu die drei Geldfunktionen genauer betrachten⁴.

5.3.1. Tauschmittel

Geld ist ein gesetzlich anerkanntes Tausch- und Schuldentilgungsmittel und kann beliebig geteilt werden, damit es bei einem Tausch zu keinem Verlust für die beteiligten Parteien kommt. Durch die Verwendung von Geld an den Kassenmärkten sparen wir uns beliebige Vertragsabschlusskosten. Außerdem sparen wir Kosten für die Findung eines passenden Geschäftspartners, da wir keine Waren sondern Geld im Gegenzug eines Kaufes oder Verkaufes anbieten.

5.3.2 Recheneinheit

Geld wird als Maßstab zur Preissetzung und Schuldenangabe verwendet. Dadurch entsteht der Vorteil, dass man keine Waren oder Dienstleistungen gegeneinander abwägen muss, sondern bestimmen kann, was eine Ware oder Dienstleistung in Geldeinheiten wert ist.

5.3.3. Wertaufbewahrungsmittel

Durch Geld können Menschen Kaufkraft von heute in die Zukunft übertragen, wobei man dazusagen muss, dass auch andere Vermögensgüter diese Eigenschaft besitzen, wie zum Bei-

³ vgl. Skriptum Monetary Theorie, Streißler (2007) S2

⁴ vgl. Paul A. Samuelson und William D. Nordhaus: Volkswirtschaftslehre (2001) S.565

spiel Aktien, Anleihen, Grund und Boden, usw.. Wertaufbewahrungsmittel drücken den Reichtum oder das Vermögen von Personen aus und können als monetäre oder als nicht-monetäre Aktiva auftreten.

5.4. Geldarten

In der Literatur unterscheidet man zwei Arten von Geld: Das Warengeld, welches einen inneren Wert hat und das Rechengeld, ohne inneren Wert⁵.

Warengeld ist Geld in Form einer Ware und wird auch wegen seines intrinsischen Wertes als Natural- oder Sachgeld bezeichnet. Diese Kategorie des Geldes besitzt auch neben dem Wert des Geldes einen eigenen Wert. Gold ist ein sehr gutes Beispiel, da es auch früher im Sinne von Geld benutzt wurde. Man könnte sich aber auch jedes andere beliebige Gut, wie beispielsweise Bananen als Warengeld vorstellen. Da Bananen aber nicht alle drei Funktionen des Geldes erfüllen (Wertaufbewahrung) wären sie für den Geldbegriff, wie wir ihn kennen, nicht gut geeignet.

Befehlsgeld, Papiergeld ohne Deckung oder, die geläufigere Bezeichnung, Rechengeld ist Geld ohne intrinsischem Wert und wird heutzutage von allen Volkswirtschaften der Welt verwendet. Dieses Geld wird vom Staat durch Befehl oder Erlass zu Geld erklärt. Ohne einem Befehl oder Erlass hätte diese Art des Geldes keinen oder einen nur sehr geringen inneren Wert.

5.5. Die Geldmenge

5.5.1. Definition

Wir wissen nun welche Funktionen das Geld hat und in welcher Form es auftritt, aber um zu verstehen wie Geld auf Volkswirtschaften wirkt, müssen wir lernen wie die EZB die im Euro-Währungsgebiet zirkulierende Geldmenge bestimmt.

Unter Geldmenge versteht man den Geldbestand einer Volkswirtschaft, im Fall der EZB, den Geldbestand des gesamten Euro-Währungsgebietes⁶. Die Frage die sich nach der Betrachtung der Definition der Geldmenge ergibt ist, was man alles in die Maßzahl der Geldmenge einbezieht. Logisch ist, dass man den gesamten Bargeldbestand und vielleicht auch die Giroeinla-

⁵ vgl.: Mankiw: Volkswirtschaftslehre (1999) S.646

⁶ vgl.: Mankiw: Volkswirtschaftslehre (1999) S.666

gen auf Bankkonten in die Maßzahl mit einbezieht, doch unklar ist, was noch alles zu kalkulieren ist. Das Problem der unklaren Zuordnung haben neben der EZB auch alle anderen Volkswirtschaften der Welt. Die Lösung ist die Unterteilung der Geldmenge in verschiedene Geldmengenkonzepte, wobei sich die Unterteilungen bestimmter Volkswirtschaften im Inhalt voneinander unterscheiden.

5.5.2. Die Geldmengen der EZB

- M0: Geldbasis: Bargeld + Einlagen der Geschäftsbanken bei den nationalen Zentralbanken
- M1: Sichteinlagen der Nicht-MFIs (Monetary Financial Institutions: Kreditinstitute die vom Publikum Einlagen entgegennehmen und diese wieder in Form von Krediten auf eigene Rechnung anbieten) sowie Bargeldumlauf ohne die Kassenbestände der Kreditinstitute (MFIs).
- M2: M1 plus Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren und Einlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist bis zu drei Monaten
- M3: M2 plus Anteile an Geldmarktfonds, Repoverbindlichkeiten, Geldmarktpapieren und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren⁷

Mit Stand Jänner 2008 hat die EZB folgende Beträge für ihre drei Geldmengen veröffentlicht⁸:

- M1: 3,856 Mrd. €
- M2: 7,429 Mrd. €
- M3: 8,779 Mrd. €

Will die EZB Einfluss auf bestimmte makroökonomische Variablen nehmen, so muss sie dies über Instrumente des Geldmarktes durchführen, die die Geldmenge des Euro-Währungsgebietes steuern. Die Geldmenge M3 steht dabei im Hauptaugenmerk, da die Instrumente der EZB die gesamte Geldmenge und damit dieses Aggregat beeinflussen. Bevor wir uns aber mit den geldpolitischen Instrumenten der EZB genauer befassen, werden wir den Geldschöpfungsmechanismus der Banken und die Quantitätstheorie näher betrachten.

⁷ vgl.: Wikipedia Online-Enzyklopädie [Zugriff am 4.4.2008]

⁸ vgl.: EZB: Seasonally adjusted monetary aggregates and counterparts (2008)

5.6. Der Geldschöpfungsprozess

Die EZB kann ihre primäre Aufgabe das Preisniveau aufrecht zu erhalten und den Geldwert stabil zu halten nur erfüllen, wenn sie die Geldmenge unter Kontrolle hat. Geld kann durch zwei Kanäle geschöpft werden.

Erstens entsteht Geld wenn Geschäftsbanken Wertpapiere, die durch die öffentliche Hand oder durch private Unternehmen emittiert werden, aufnehmen oder wenn sie Devisen kaufen. Zweitens entsteht Geld wenn Geschäftsbanken mit privaten Personen, Unternehmen oder der Regierung Kreditverträge abschließen⁹.

Damit wird deutlich, dass die EZB nur einen indirekten Einfluss auf die Geldmenge nehmen und diese nur schwer kontrollieren kann. Die Rolle der EZB kommt erst dann ins Spiel, wenn Geschäftsbanken Geld benötigen, welches sie aus gesetzlichen Gründen nicht selbst schaffen oder drucken dürfen. Dieses Geld wird Basisgeld genannt. Somit benötigen Geschäftsbanken zur Erhöhung ihrer Liquidität die Hilfe der EZB, welche die Liquidität des Bankensektors durch kurzfristige Kontrakte steuert. Benötigt eine Geschäftsbank Basisgeld so muss sie für das Ausleihen einen gewissen Zinssatz zahlen. Durch Erhöhung und Senkung der kurzfristigen Zinssätze ist es der EZB möglich die Geldmenge zu steuern. Bei einem niedrigen Zinssatz wird erwartungsgemäß von den Geschäftsbanken mehr und bei einem höheren Zinssatz weniger Basisgeld gefordert.

Um zu verdeutlichen wie Geschäftsbanken den Geldbestand beeinflussen, werden wir uns ein einfaches Beispiel ansehen¹⁰.

Angenommen es gibt auf der Welt nur € 1000,00 und keine Bank. Die gesamte Bargeldmenge und somit auch das Geldangebot wäre dann € 1000,00.

Nun nehmen wir an, dass jemand eine Bank eröffnet, die nur Einlagen annimmt aber keine Kredite vergibt. Sie dient einfach nur zur sicheren Aufbewahrung des Geldes. Jeder der Geld hat geht zu dieser Bank, die wir Bank A nennen werden, und legt sein Geld auf ein sicheres Konto. Benötigt nun einer der Personen Geld, so schreibt die Bank einen Scheck gegen das entsprechende Konto, den man dann bei der Bank A einlösen kann. Will man einen Scheck bei der Bank einlösen, so wird der Betrag auf dem jeweiligen Konto gutgeschrieben. Es ist kein Geld im Umlauf und die Bank hält das gesamte Geld in ihrem Tresor. Solche beschriebenen Einlagen, die auf der Bank aufgehoben und nicht weiter verliehen werden nennt man Reserven. Im beschriebenen Beispiel handelt es sich um ein 100%iges Reservesystem.

⁹ vgl.: Paul A. Samuelson und William D. Nordhaus: Volkswirtschaftslehre (2001) S.570

¹⁰ vgl.: Mankiw: Volkswirtschaftslehre (1999) S.650

Es gibt kein umlaufendes Bargeld mehr, da alles im Tresor der Bank A aufgehoben wird. Zum Unterschied zur Anfangssituation ohne Bank wurde zwar die Bargeldmenge von € 1000,00 auf € 0 gesenkt, aber die Bargeldmenge wurde auf Groeinlagen umgewandelt. Das Geldangebot ist unverändert geblieben.

Aus dem Beispiel lernen wir, dass ein Halten der gesamten Einlagen als Reserve keinen Einfluss auf die Geldmenge hat.

Im nächsten Schritt nehmen wir an, dass die Bank A ihre Strategie überdacht hat und sich dazu entschieden hat, das im Tresor liegende Geld zur Nutzenerhöhung der Gesellschaft in Form einer Kreditvergabe (im Beispiel ohne Zinsen) zu verwerten. Außerdem ist es nun auch möglich Bargeld von der Bank abzuheben. Es werden aber nicht die gesamten Einlagen in Form von Krediten vergeben, sondern nur ein bestimmter Teil, denn man möchte für eventuelle Abhebungen ausreichende liquide Mittel besitzen. Nehmen wir weiter an, dass Bank A sich an die gesetzlich vorgeschriebene Mindestreservehaltung von 2% der gesamten Einlagen hält (in der Praxis nur auf bestimmte Bilanzpositionen). Das folgende T-Konto der Bank A soll uns die aktuelle Situation verdeutlichen:

Bank A			
Aktiva		Einlagen	Passiva
Reserven	20		1000
Kredite	980		

Auf der Passivseite der Bilanz stehen die Verbindlichkeiten der Bank gegenüber ihren Kunden und auf der Aktivseite stehen, verursacht durch die Kreditvergabe, zwei Posten. Die gesetzlich vorgeschriebene Reserve der Bank, die sich aus der Multiplikation des Mindestreservesatzes mit den Einlagen der Bankkunden ergibt und der Gesamtbetrag der Kreditvergabe. Demnach nehmen wir an, dass die Bank ihr Kontingent der Kreditvergabe voll ausnutzt. Somit hat die Bank A durch die Kreditvergabe die Geldmenge erhöht, oder anders ausgedrückt Geld „geschöpft“, denn die Einleger haben immer noch € 1000,00 auf ihren Bankkonten und die Schuldner halten nun aber € 980,00 an Bargeld. **Wichtig:** Die Geldmenge wurde erhöht und die Liquidität der Gesellschaft ist höher, da eine höhere Summe des gesetzlichen Tauschmittels vorhanden ist. Jedoch hat kein Akteur sein Vermögen gesteigert und dadurch ist die Volkswirtschaft auch nicht reicher als zuvor.

Daraus kann man schließen, dass Banken Geld schaffen bzw. schöpfen können, wenn sie ihre Reserven reduzieren.

Jetzt gehen wir noch einen Schritt weiter und setzen folgende Annahmen: Es gibt eine zweite Bank (Bank B) und die Kreditnehmer geben das gesamte Geld aus der Kreditaufnahme aus und dadurch ändern sich die Besitzer des gesamten Geldes, welches im Umlauf ist. Die neuen Besitzer wollen auch aus der Möglichkeit ihr Geld sicher verwahren zu können profitieren und legen das gesamte Geld auf ihr Konto, das sie bei der Bank B halten. Um die Übersicht zu behalten sehen wir uns die Bilanz der Bank B an.

Bank B			
Aktiva		Passiva	
Reserven	19,6	Einlagen	980
Kredite	960,4		

Bank B hat gegenüber seinen Einlegern € 980,00 an Verbindlichkeiten, hält davon 2% an Reserven und vergibt die restlichen 98% in Form von Krediten. Dadurch schöpft auch Bank B neues Geld in der Höhe von € 960,40. Dieser Prozess (Multipler Geldschöpfungsprozess) kann unendlich oft mit Hilfe anderer Banken wiederholt werden. Jedes mal wenn Geld bei einer Bank eingelegt wird und die Bank den Betrag, nach Abzug seines Reservesatzes, mittels Kredite weitergibt, wird Geld geschaffen. Der Multiple Geldschöpfungsprozess wiederholt sich theoretisch unendlich oft, aber bei einem Mindestreservesatz von 2% und einem Basisgeldbetrag von € 1000,00 kann maximal € 50.000,00 geschöpft werden. Die maximale Geldschöpfungsmenge ergibt sich aus Multiplikation des Basisgeldbetrages mit dem Kehrwert des Mindestreservesatzes. Fasst man den Multiplen Geldschöpfungsprozess zusammen so ergibt sich folgende Gleichung:

$$\text{Max.Geldschöpfungsmenge} = \frac{\text{Basisgeldmenge}}{\text{Mindestreservesatz}}$$

Aus dem oben beschriebenen Beispiel lernen wir, dass die Geldmenge in einer Volkswirtschaft mit einer teilweisen Reservehaltung erstens vom Verhalten der Einleger und zweitens vom Verhalten der Geschäftsbanken abhängt. Wie schon oben genannt, kann die EZB das

Geldangebot nicht genau kontrollieren und ihre Instrumente zur Steuerung der Geldmenge nicht ohne das Setzen anderer Maßnahmen effizient genug einsetzen, da das zukünftige Verhalten der Akteure nicht bekannt ist und sie diese nur schätzen kann. Deshalb sind die ständige Informationsbeschaffung und die Prognostizierung der Verhaltensentwicklung der Akteure für die EZB unentbehrlich.

Wir haben unser Wissen bezüglich der Geldmenge erweitert und werden uns nun mit dem Einfluss der Geldmenge auf das Preisniveau beschäftigen, also wie Veränderungen der Geldmenge die Preisstabilität, was wie wir wissen das primäre Ziel der EZB darstellt, beeinflusst. In der ökonomischen Theorie existieren unterschiedliche Mechanismen, die eine Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen begründen können. Diese hängen vom Zeithorizont und der Wechselwirkung der betrachteten ökonomischen Variablen ab.

Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen ist in der mittleren und längeren Frist sehr einfach durch die **Quantitätstheorie des Geldes** zu erklären. Als mittlere und längere Frist wird ein Zeithorizont von zwei und mehr Jahren bezeichnet. In der kürzeren Frist ist die Beziehung zwischen Geld und Preisen jedoch sehr komplex¹¹. Für die kürzere Frist gibt es viele unterschiedliche Modelle die die genannte Verknüpfung zu erklären versuchen, wobei aber nicht jedes dieser Modelle für den europäischen Raum Evidenz gefunden hat. Wir werden uns in dieser Arbeit nicht genau mit diesen Modellen beschäftigen.

5.7. Die langfristige Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen

5.7.1 Die Quantitätstheorie des Geldes

Sie wurde im achtzehnten Jahrhundert vom berühmten Philosophen David Hume (1711-1776) diskutiert und in jüngerer Zeit vom bekannten Volkswirt Milton Friedman (1912-2006) vertreten. Diese Theorie kann sowohl moderate Inflationen als auch Hyperinflationen erklären¹². Die zugrunde liegende Theorie nimmt eine kausale Abhängigkeit des Preisniveaus von der Geldmenge an, was wir in folgender Abbildung erkennen können.

¹¹ vgl. Monatsbericht Januar 2005 der Deutschen Bundesbank (2005), S.16

¹² vgl. Mankiw: Volkswirtschaftslehre (1999) S.672

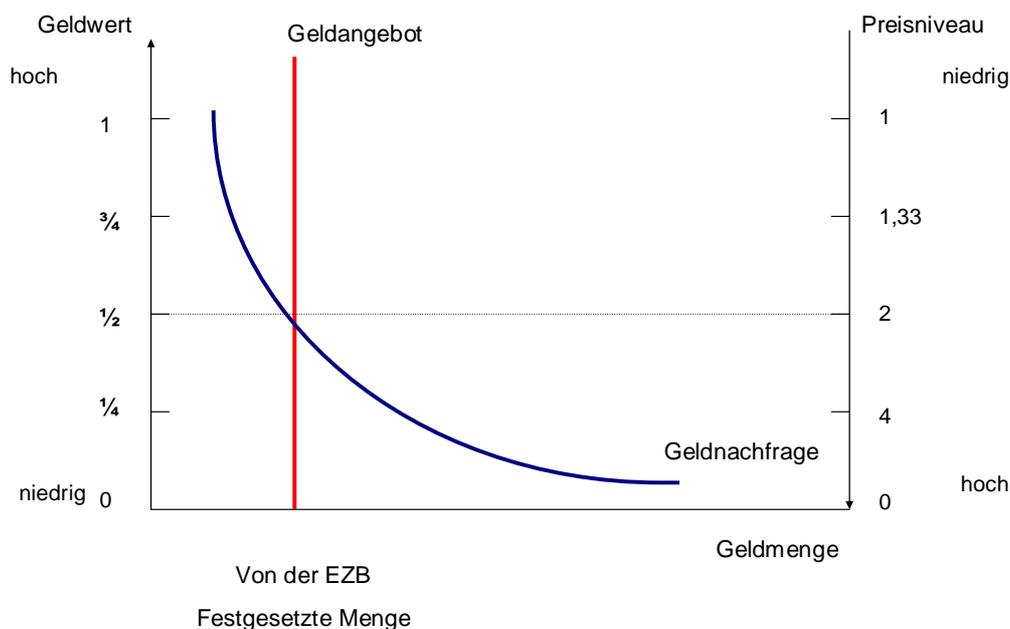


Abbildung 3 „Quelle: Mankiw (1999) S.667“

Auf der horizontalen Achse der Abbildung ist die Geldmenge abgetragen. In dieser Abbildung bestehen zwei vertikale Achsen, wobei die Skalierung der Achsen entgegengesetzt ist. Die vertikale Achse auf der linken Seite zeigt den Geldwert und die auf der rechten Seite das Preisniveau. Daraus lässt sich erkennen, dass bei einem niedrigen Geldwert das Preisniveau hoch sein muss. Wenn mein Geld, relativ zu den zu kaufenden Waren, wenig wert ist, dann muss ich für den Tausch umso mehr an Geld anbieten. (Um dies anhand eines anderen Beispiels zu verdeutlichen nehmen wir an, dass ich Basketballkarten vieler unbedeutender Basketballspieler besitze, aber gerne die Karte von Michael Jordan haben möchte und mein Freund zufällig drei dieser Karten besitzt. In Kreisen von Kartensammlern ist bekannt, dass eine Karte von Michael mindestens so viel wert ist wie zehn Karten unbedeutender Spieler. So müsste ich für den Tausch also zehn meiner Karten umtauschen.)

Die Kurve des Geldangebots verläuft in der Abbildung vertikal, was bedeutet, dass die von der EZB angebotene Geldmenge fest ist. Die Kurve der Geldnachfrage ist in der Abbildung abwärts geneigt, was aussagt, dass die Menschen bei einem niedrigen Geldwert eine größere Geldmenge nachfragen um ihre Einkäufe tätigen zu können. Der Punkt an dem das Geldangebot der Geldnachfrage entspricht wird als Gleichgewichtsgeldwert oder Gleichgewichtspreisniveau bezeichnet. Dieser Punkt bestimmt den Geldwert und das Preisniveau.

Wie wir wissen ist es der EZB möglich die Geldmenge durch ihre geldpolitischen Instrumente oder auch durch das Drucken oder Vernichten von Geld zu verändern. Wir wollen uns nun ansehen was die mittel- oder langfristigen Folgen dieser Veränderungen wären.

Die Erhöhung der Geldmenge würde die Geldangebotskurve nach rechts verschieben, was den Effekt einer Geldwertminderung und dadurch einer Preisniveauerhöhung hätte. Die Volkswirtschaft hätte in der langen Sicht ihr neues Gleichgewicht am neuen Schnittpunkt. Der Anpassungsprozess auf den neuen Gleichgewichtspunkt würde folgendermaßen ablaufen: Mehr Geld wäre für den die Kreditgewährung greifbar, wodurch wir eine höhere Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen hätten. Da sich die Fähigkeit neue Produkte und Dienstleistungen herzustellen nicht verändert hätte, würde die neue Nachfrage zu höheren Preisen führen. Als weitere Folge würde der Anstieg des Preisniveaus die Nachfrage nach Geld erhöhen und somit hätten wir ein neues Gleichgewicht der Volkswirtschaft.

Die Senkung der Geldmenge würde die Geldangebotskurve nach links verschieben, was den Effekt einer Geldwerterhöhung und dadurch einer Preisniveauperminderung hätte.

Die Quantitätstheorie hat uns gelehrt, dass die in einer Volkswirtschaft vorhandene Geldmenge den Geldwert bestimmt und, dass das Wachstum der Geldmenge die primäre Inflationsursache darstellt. Die Folgende Abbildung bestätigt die Richtigkeit der Quantitätstheorie:

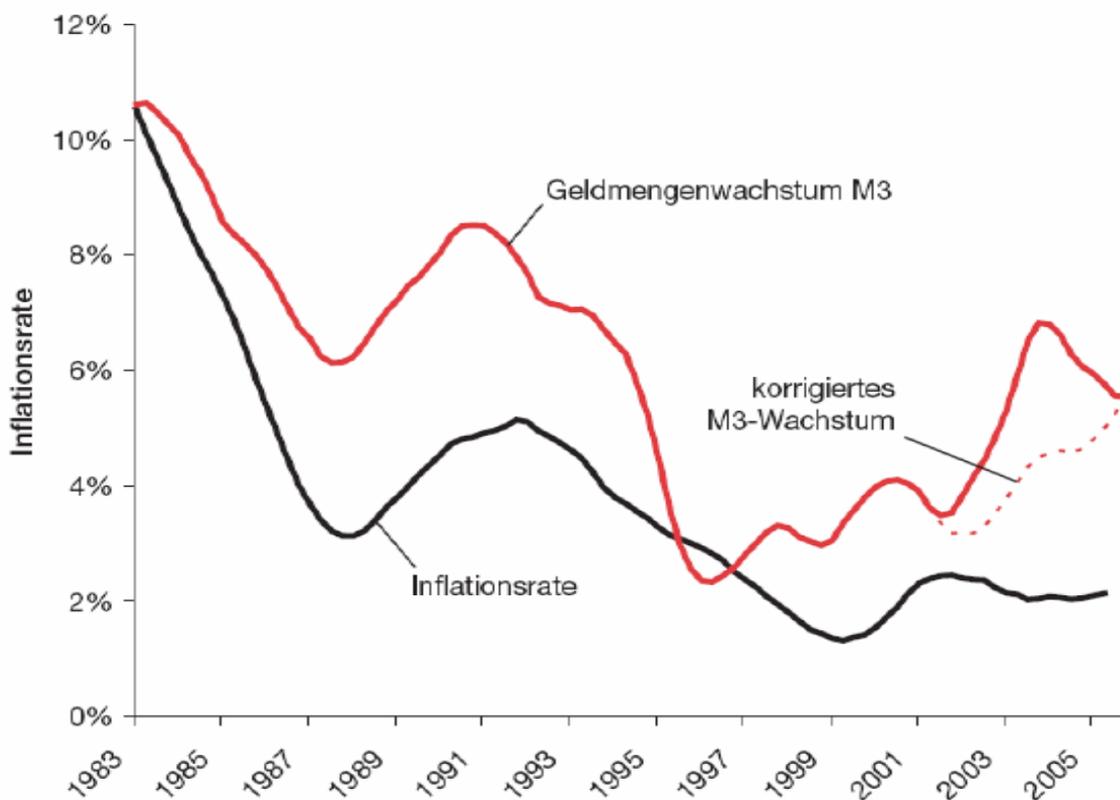


Abbildung 4 „Quelle: EZB“

Aus der Abbildung erkennt man, dass die Inflationsrate des Euroraums, bis auf einige Ausreißer, parallel zum Geldmengenwachstum M3 verläuft¹³.

5.7.2 Quantitätsgleichung

Man kann die Quantitätstheorie mit Hilfe der Quantitätsgleichung veranschaulichen:

$$M \times V = P \times Y$$

M Geldmenge (Geldangebot der EZB)

V Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (Das Tempo mit dem das Geld in der Wirtschaft zirkuliert)

P Preisniveau (Bruttoinlandsprodukt-Deflator)

Y Outputmenge (das reale Bruttoinlandsprodukt)

Die Quantitätsgleichung zeigt, dass die Veränderung der Geldmenge in der Volkswirtschaft eine der anderen Variablen ebenfalls verändern muss. Bei einem Anstieg der Geldmenge muss entweder die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes sinken oder das Preisniveau steigen oder die Outputmenge muss zunehmen¹⁴. Formt man die Quantitätsgleichung um so erhält man eine Gleichung des Preisniveaus, was ja bekanntlich im Hauptaugenmerk der EZB liegt.

$$P = \frac{M \times V}{Y}$$

Um der Quantitätstheorie nun die Anwendbarkeit zu verleihen müssen wir einige Annahmen, die schon in vielen Volkswirtschaften empirisch bestätigt wurden, treffen.

M ist exogen, d.h. es wird von außen gesteuert

V ist konstant

P ist flexibel

Y wird als gegeben gesehen (in der Praxis benutzt man das Bruttoinlandsprodukt, diese Werte werden in großen Zeitabständen und mit großen Verspätungen veröffentlicht)

¹³ vgl. Skript: Theorie der Geldpolitik, Prof. Dr. Gerhard Illing, Uni München S.18

¹⁴ vgl. Mankiw: Volkswirtschaftslehre (1999) S.671

Die getroffenen Annahmen lassen nun auf eine direkte Beeinflussung des Preisniveaus durch Veränderungen der Geldmenge schließen.

Für die geldpolitische Anwendung dieses Ansatzes, wie beispielsweise für die Berechnung des Referenzwertes des Eurosystems für das inflationsfreie Wachstum von M3, kann die Quantitätsgleichung in Wachstumsraten umformuliert werden:

$$\Delta m + \Delta v = \Delta p + \Delta y$$

In dieser Form entspricht das Wachstum der Geldmenge, Δm , plus der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit, Δv , der Inflationsrate, Δp , zuzüglich des realen Wirtschaftswachstums, Δy . Unter der Annahme einer konstanten Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit führt eine Erhöhung des Geldmengenwachstums zu einer entsprechenden Steigerung der Inflationsrate. Damit die Gleichung ihre Wahrheit behält, darf sich die reale Produktion nicht ändern¹⁵.

5.8. Die kurzfristige Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen

Die Deutsche Bundesbank schildert in ihrem Jahresbericht von 2005 die Schwierigkeit der Erkennung der Wechselwirkung zwischen Geldmenge und Preisen in kurzer Frist. Umfassende Ansätze werden benötigt um die Einflüsse der verschiedenen Preisbestimmungsfaktoren zu berücksichtigen. Dabei müssen monetär bedingte Preisbewegungen von nichtmonetären inflationsrelevanten Faktoren unterschieden werden. Die Grundidee besteht darin, drei wichtige ökonomische Beziehungen zu verstehen. Wie wir schon beim Geldschöpfungsprozess erkannt haben, spielt die Geldhaltung von natürlichen sowie auch von juristischen Personen eine wichtige Rolle bei der Preisbestimmung und dadurch auch bei der Inflation. In der kurzen Sicht ist es wichtig die Beziehung zwischen der Geldhaltung der genannten Personen zum Einkommen und zu den Opportunitätskosten der Geldhaltung zu verstehen. Die zweite wichtige Beziehung ist die der Inflationsentwicklung zu den erwarteten sowie auch zu den historischen Inflationsraten, zu Kosten- und Nachfragefaktoren und zu anderen monetären Variablen. Die letzte Beziehung beschreibt den Effekt von der vergangenen und erwarteten Produktion wie auch den Effekt des Marktzinssatzes auf die Entwicklung der realen Gütermenge, wobei bei einer kurzfristigen Nichtneutralität des Geldes auch der reale Kasseneffekt einen Einfluss

¹⁵ vgl. Deutschen Bundesbank Monatsbericht Januar 2005, S.18

auf die reale Gütermenge nehmen kann. Die Definition des Realkasseneffektes ist auf Arthur C. Pigou (1877-1959) zurück zu führen. Bei einem Rückgang des Preisniveaus steigt beispielsweise der Wert des Euro, da man nun vergleichsweise mehr Waren und Dienstleistungen erwerben kann. Solch ein Rückgang führt zu höheren Ausgaben der Konsumenten, da sie sich wohlhabender fühlen. Als Folge dessen erhöht sich die nachgefragte Gütermenge. Die Analyse von David Hume bezüglich der Neutralität des Geldes fordert das Unterteilen aller wirtschaftlichen Variablen in „nominale“ und „reale“ Variablen. Laut Hume beeinflusst eine Veränderung der Geldmenge nur die nominalen Variablen nicht jedoch die realen. Das Preisniveau stellt dabei eine nominale Variable dar, da sich bei einer Verdoppelung der Geldmenge das Preisniveau, die Nominallöhne und auch alle anderen in Geld ausgedrückten Variablen verdoppeln. Heutzutage sind viele Ökonomen der Ansicht, dass die Theorie von Hume nur langfristige Entwicklungen widerspiegelt.

Die EZB verfolgt laut ihrer Satzung das Ziel der Aufrechterhaltung der mittel bis langfristigen Preisstabilität. Außerdem verfolgt die EZB eine zukunftsgerichtete Politik. Sie setzt für gewöhnlich keine Reaktion auf kurzfristige Preisschwankungen¹⁶. Deshalb werden wir uns in dieser Arbeit nicht genauer mit der kurzfristigen Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen befassen und sehen uns im nächsten Kapitel jene Instrumente an, die von der EZB zur Steuerung der Geldmenge benutzt werden.

¹⁶ vgl.: EZB, Monatsbericht Juni 2003

6. Die geldpolitischen Instrumente der EZB

6.1. Allgemeines

Um die Preisstabilität mittel bis langfristig gewährleisten zu können, muss der EZB-Rat die Bedingungen am Geldmarkt und damit das Niveau der kurzfristigen Zinssätze beeinflussen. Dazu nimmt die EZB, falls es möglich und sachgerecht ist, die nationalen Zentralbanken, die den Euro als gesetzliches Zahlungsmittel eingeführt haben, in Anspruch. Bei der Durchführung der geldpolitischen Geschäfte unterliegen alle Zentralbanken den gleichen Bedingungen. Zur Gewährleistung der Preisstabilität stehen der EZB drei verschiedene Arten von geldpolitischen Instrumenten zur Verfügung. Sie kann die Bedingungen am Geldmarkt durch die Durchführung von Offenmarktgeschäften, durch das Anbieten von ständigen Fazilitäten oder durch das Verlangen einer Mindestreservehaltung der Kreditinstitute auf den Konten der EZB beeinflussen. In diesem Kapitel werden wir uns intensiv mit den genannten geldpolitischen Instrumenten beschäftigen.

6.2. Offenmarktgeschäfte

Mit Hilfe der Offenmarktgeschäfte kann die EZB die Liquidität des Marktes und Zinssätze steuern und Signale über den Verlauf des geldpolitischen Kurses setzen¹. Aufgrund von unterschiedlichen Eigenschaften, wie beispielsweise der Laufzeit oder der Regelmäßigkeit der Durchführung, können Offenmarktgeschäfte in vier Kategorien unterteilt werden. Diese sind das **Hauptrefinanzierungsgeschäft**, **längerfristige Refinanzierungsgeschäfte**, **Feinsteuerungsoperationen** und die **strukturellen Operationen**².

Die aufgezählten Offenmarktgeschäfte können anhand unterschiedlicher Offenmarktinstrumente eingesetzt werden. Als Offenmarktinstrument wird die Transaktionsart des zugrunde liegenden Geschäftes gemeint, welche die **befristeten Transaktionen**, **Emission von Schuldverschreibungen**, **endgültige Käufe bzw. Verkäufe**, **Devisenwappgeschäfte** und die **Hereinnahme von Termineinlagen** sind. Nicht jedes dieser Instrumente ist auch wirklich für jedes Offenmarktgeschäft geeignet. In weiterer Folge werden wir jedes einzelne Instrument näher kennen lernen und sehen welches Instrument für welches Offenmarktgeschäft eingesetzt werden kann.

¹ vgl.: EZB: Jahresbericht 2007, S.105

² vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.15

6.2.1. Befristete Transaktionen

Befristete Transaktionen sind das wichtigste Offenmarktinstrument des Eurosystems, können in allen der vorher erwähnten Kategorien eingesetzt werden und treten in zwei Formen auf³. Entweder werden notenbankfähige Sicherheiten mit einer gleichzeitigen Rückkaufsvereinbarung gekauft oder verkauft, oder es handelt sich um Kreditgeschäfte, die mit notenbankfähigen Sicherheiten besichert werden⁴. Was notenbankfähige Sicherheiten sind werden wir in einem späteren Kapitel lernen, doch um des Verständnis willen muss betont werden, dass die EZB notenbankfähige Sicherheiten in einem einheitlichen Rahmen zusammengefasst hat und dass dieser Rahmen seit 1. Jänner 2007 im einheitliche Sicherheitenverzeichnis dargestellt wird⁵.

Bei der ersten Form wird das Eigentum am Vermögenswert auf den Käufer übertragen. Dieser verpflichtet sich aber zu einem späteren Zeitpunkt das Vermögen wieder auf den Verkäufer zurück zu übertragen. Der Gewinn aus einem Pensionsgeschäft ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Kaufpreis und dem Rückkaufspreis, welcher der für die Laufzeit und die Höhe des ausgeliehenen Betrages entsprechenden Zinsen gleicht. Somit sind beim Rückkaufspreis die zu zahlenden Zinsen enthalten.

Die zweite Form ähnelt einem besicherten Kredit. Das Eigentum am besicherten Vermögen bleibt beim Schuldner, wobei dieser das Eigentum erst übertragen muss wenn er den Kredit nicht begleichen kann. Die Zinsen für den Kredit werden durch einfache Zinsrechnung und Eurozinsmethode berechnet. Eurozinsmethode oder französische Methode (act/360) bedeutet, dass man die Anzahl der Tage im Jahr auf 360 festsetzt, wobei beim Monat die tatsächlichen Tage gezählt werden⁶.

Wie schon erwähnt können befristete Transaktionen für alle vier Offenmarktgeschäfte verwendet werden. Nun werden wir uns alle vier Kategorien in Form von befristeten Kategorien ansehen.

³ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.84

⁴ Art. 18.1 der Satzung der EZB

⁵ vgl.: EZB: Jahresbericht 2007, S.110

⁶ vgl.: EZB: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 (200), S.14

6.2.2. Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Über dieses Offenmarktgeschäft wird dem Bankensystem der Großteil der Liquidität bereitgestellt⁷. Die EZB führt Hauptrefinanzierungsgeschäfte nicht selber durch, sondern lässt sie von den Nationalen Zentralbanken durchführen. Durch dieses Geschäft wird dem Markt Geld zugeführt, da die Nationalbanken, wie wir vorher gesehen haben, entweder Pensionsgeschäfte durchführen oder den Banken Kredite gewähren. Bis März 2004 wurden Hauptrefinanzierungsgeschäfte alle zwei Wochen durchgeführt, doch der EZB-Rat beschloss das Intervall der Durchführung zu verkürzen und seitdem kann man dieses Geschäft einmal pro Woche mit den Nationalbanken abschließen.

Die Abwicklung von Hauptrefinanzierungsgeschäften erfolgt über so genannte „Standardtender“. Dabei handelt es sich um Geschäfte die innerhalb von 24 Stunden und nach einem im Voraus angekündigten Zeitplan durchgeführt werden⁸.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte dürfen nur mit Kreditinstituten, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, abgeschlossen werden. Wir werden die Zulassungskriterien, die die Geschäftspartner der EZB bzw. der nationalen Zentralbanken erfüllen müssen, später noch genauer kennen lernen.

Normalerweise beträgt die Laufzeit für Hauptrefinanzierungsgeschäfte eine Woche, doch sie kann wegen beispielsweise unterschiedlichen nationalen Bankenfeiertagen gelegentlich etwas länger oder kürzer ausfallen. Für die Durchführung von Hauptrefinanzierungsgeschäften können marktfähige oder aber auch nichtmarktfähige Sicherheiten benutzt werden.

6.2.3. Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Grob betrachtet handelt es sich bei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften um Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit einer längeren Laufzeit und einem größeren Abwicklungsintervall. Durch sie werden dem Finanzsektor noch zusätzliche längerfristige Refinanzierungsmittel zur Verfügung gestellt. Sie decken nur einen kleinen Teil des gesamten Refinanzierungsbedarfes des Marktes ab, aber durch sie soll verhindert werden, dass die gesamte Liquidität am Geldmarkt jede Woche umgeschlagen werden muss⁹. Das Eurosystem tritt bei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften als Preisnehmer auf. Grund dafür ist die Absicht der Vermeidung einer mehrfachen Beeinflussung der Geldmarktsätze durch verschiedene Refinanzierungsgeschäfte. Die EZB glaubt, dass eine Beeinflussung der Geldmarktzinsen an mehr als einer Stel-

⁷ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S. 15

⁸ vgl.: EZB: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 (2000), S.26

⁹ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.87

le des Laufzeitspektrums die gewünschten Ergebnisse der gesetzten Maßnahmen verzerren würde.

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte werden im Zeitabstand von drei Monaten durchgeführt und weisen normalerweise eine Laufzeit von drei Monaten auf. Man benutzt sie zur Zuführung von Marktliquidität. Sie werden wie die Hauptrefinanzierungsgeschäfte dezentral und als Standardtender durchgeführt. Genau genommen benutzt man bei diesen Geschäften Zinstender, welche eine spezielle Art von Standardtendern darstellt. Wir werden diese Abwicklungssysteme in späterer Folge etwas genauer betrachten. Hier ist es wichtig zu wissen, dass bei einem Zinstender die potentiellen Geschäftspartner Gebote über den Zinssatz und den Betrag abgeben. Nur Personen mit einer allgemeinen Zulassungserklärung dürfen Mitbieten.

6.2.4. Feinsteuerungsoperationen

Die dritte Kategorie in der befristete Transaktionen auftreten können, sind die Feinsteuerungsoperationen. Sie werden, aufgrund der großen Auswahl von geldpolitischen Instrumenten, nur sehr selten eingesetzt¹⁰. Ihre Hauptaufgabe ist es unerwartete Auswirkungen auf dem Geldmarkt auf Zinsen abzufedern. Durch sie kann man also die Liquidität am Markt und die Zinsentwicklung steuern. Sie kann zur Liquiditätsabsorbierung oder auch zur Liquiditätszuführung benutzt werden. Ihr Vorteil gegenüber den anderen Instrumenten ist, dass sie sehr spontan und rasch anwendbar ist. So wurde sie nach den „Terroranschlägen vom 11.September 2001“ erfolgreich eingesetzt¹¹. Demnach hält man sich bei der EZB an keinen Zeitplan um sie einzusetzen sondern handelt ganz spontan. Außerdem gibt es keine vorgegebene Laufzeit für Feinsteuerungsoperationen, man passt sich den Umständen an und ist damit sehr flexibel.

Liquiditätszuführende Feinsteuerungsoperationen werden im Regelfall über Schnelltender abgewickelt. Innerhalb einer Stunde wird der Tender angekündigt und das Zuteilungsergebnis bestätigt. Um diese rasche Abwicklung zu ermöglichen, darf nur eine begrenzte Anzahl von Geschäftspartnern an Feinsteuerungsgeschäften teilnehmen. Diese Geschäftspartner werden ausgewählt und stehen schon vor der Ankündigung eines Tenders fest, sodass man nur eine begrenzte Anzahl von potentiellen Geschäftspartnern kontaktieren muss.

¹⁰ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.88

¹¹ vgl.: EZB: Jahresbericht 2001, S.10

Liquiditätsabsorbierende Feinsteuerungsoperationen werden für gewöhnlich über bilaterale Geschäfte durchgeführt. Hier führt das Eurosystem Geschäfte mit einem oder wenigen Geschäftspartnern ohne den Einsatz eines Tendersverfahrens durch.

Wie schon bei den beiden oben genannten Offenmarktgeschäften erfolgt die Abwicklung der Feinsteuerungsoperationen für gewöhnlich dezentral über die nationalen Zentralbanken, doch hat die EZB wieder das Recht die Geschäfte selber auszuführen. Auch bei diesem Offenmarktgeschäft sind sowohl marktfähige als auch nicht marktfähige Sicherheiten zur Unterlegung von befristeten Transaktionen zur Feinsteuerung zugelassen.

6.2.5. Strukturelle Operationen

Die letzte Kategorie, in der befristete Transaktionen eingesetzt werden, sind die strukturellen Operationen. Sie sind ein spezielles geldpolitisches Mittel mit dem man versucht die Abhängigkeit des Bankensektors vom Eurosystem aufrecht zu erhalten. Die strukturelle Position des Finanzsektors gegenüber dem Eurosystem wird dabei beeinflusst. Wie wir wissen, versucht die EZB das Zinsniveau über den Geldmarkt zu beeinflussen und dies ist dann möglich, wenn der Bankensektor von ihr Geldmittel in Form von Krediten aufnehmen muss. Bis heute wurde keine strukturelle Operation zur Beeinflussung der strukturellen Liquiditätsposition des Bankensektors durchgeführt¹². Grund dafür ist höchstwahrscheinlich die hohe Wirksamkeit der Pflicht zur Mindestreservehaltung von Kreditinstituten bei den nationalen Zentralbanken bzw. bei der EZB.

Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen sind liquiditätszuführende Operationen. Dadurch, dass man sie noch nie benutzt hat, kann man eigentlich nicht sagen, ob sie regelmäßig oder unregelmäßig angewendet werden. Laut der Theorie kann man eine der beiden Möglichkeiten wählen. Es ist wird auch von vornherein keine fixe Laufzeit angegeben. Bei einem eventuellen Einsatz orientiert man sich an der Entwicklung der gesetzten Maßnahme. Sie werden dezentral von den nationalen Zentralbanken in Form von Standardtendern durchgeführt. Jeder, der die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllt, darf sich am Tendersverfahren beteiligen. Wie auch schon bei den Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen sind auch bei diesem Offenmarktgeschäft marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten zur Unterlegung zugelassen.

¹² vgl.: EZB: Bilanzen der EZB 1999-2007

6.2.6. Die Emission von Schuldverschreibungen der EZB

Das zweite Offenmarktinstrument der EZB wird durch Ausgabe von EZB-Schuldverschreibungen charakterisiert. Eine Schuldverschreibung ist ein Wertpapier über eine Forderung mit festem Zinssatz¹³. Dieses Instrument kann für strukturelle Operationen verwendet werden. Die EZB versucht hier die Finanzstruktur so zu beeinflussen, dass durch die Emission von Schuldverschreibungen ein größerer Liquiditätsbedarf am Finanzmarkt entsteht. Die nationalen Zentralbanken emittieren Schuldverschreibung und die Geschäftspartner zahlen die Emissionssumme um einen zukünftigen Gewinn zu erzielen. Dadurch wird die Geldmenge oder das Geldangebot der Volkswirtschaften verringert, was in der langen Sicht eine Erhöhung des Geldwertes und eine Senkung des Preisniveaus zur Folge hat.

Durch die Ausgabe einer Schuldverschreibung entsteht eine Verbindlichkeit der EZB gegenüber dem Inhaber der Schuldverschreibung, die nach Ablauf der Laufzeit beglichen werden muss. Der Emissionsbetrag für die Schuldverschreibung wird durch abzinsen des Nennbetrages mit einfachem Zins nach der Eurozinsmethode berechnet. Das bedeutet, dass man die Zinsen berechnen kann indem man vom Nennbetrag den Emissionsbetrag abzieht. Den Emissionsbetrag kann man folgendermaßen berechnen¹⁴:

$$E_T = N \times \frac{1}{1 + \frac{r \times D}{36000}}$$

Wobei die Variablen N den Nennwert der Schuldverschreibung,
r den Zinssatz in Prozent,
D die Laufzeit (Duration) in Tagen
und E_T den Emissionsbetrag der Schuldverschreibung darstellen.

Das vorliegende Offenmarktinstrument hat einen liquiditätsabschöpfenden Charakter, kann regelmäßig oder unregelmäßig begeben werden und hat eine Laufzeit von weniger als zwölf Monaten. Schuldverschreibungen werden dezentral und in Form eines Standardtenders vergeben. Am Tendersverfahren dürfen sich nur jene Kreditinstitute beteiligen, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen.

¹³ vgl.: Wirtschaftslexikon24.net [Zugriff am 10.04.2008]

¹⁴ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.18 Kasten 1

6.2.7. Endgültige Käufe oder Verkäufe

Das nächste Offenmarktinstrument stellen die endgültigen Käufe bzw. Verkäufe dar¹⁵. Wie der Name schon sagt, werden vom Eurosystem notenbankfähige Sicherheiten endgültig, d.h. ohne Vereinbarungen zum Rückkauf, gekauft oder verkauft. Das Eigentum am Vermögenswert geht vollständig vom Verkäufer auf den Käufer über. Endgültige Operationen am offenen Markt können für zwei Offenmarktgeschäfte, welche die Feinsteuerung und die strukturellen Operationen sind, eingesetzt werden.

Durch dieses Instrument kann dem Markt Liquidität abgezogen (endgültiger Verkauf) oder Liquidität zugeführt (endgültiger Kauf) werden. Die EZB schreibt keine Zeitpläne für die Durchführung der genannten Geschäfte vor, sie können je nach Bedarf durchgeführt werden. Endgültige Käufe bzw. Verkäufe werden als bilaterale Geschäfte abgewickelt (ohne Tenderverfahren, mit ein oder wenigen Geschäftspartnern). Die Geschäftspartner sind nicht im vornherein bestimmt, sondern werden von den nationalen Zentralbanken ausgesucht. Normalerweise werden endgültige Operationen dezentral von den nationalen Zentralbanken getätigt, aber die EZB kann sich entscheiden Feinsteuerungsoperationen selber auszuführen¹⁶. In Frage kommen dabei nur marktfähige Sicherheiten, die wir noch später kennen lernen werden.

6.2.8. Devisenswapgeschäfte

Dieses Offenmarktinstrument bzw. diese Transaktionsart befasst sich mit dem An- und Verkauf von nicht auf Euro lautendem Geld, oder anders ausgedrückt von Geld in einer fremden Währung¹⁷. Man nimmt gleichzeitig eine Kassa- und eine Termintransaktion gegen Fremdwährung vor. Kassatransaktion bedeutet, dass das Eurosystem Fremdwährung zum Tageskurs kauft oder verkauft. Unter Termintransaktion versteht man ein Geschäft, bei dem der Abschluss und die Erfüllung eines Geschäftes nicht am selben Tag erfolgen¹⁸. Man einigt sich auf einen zukünftigen Tag, an dem man Euro gegen Fremdwährung zum zukünftigen Währungskurs zurückkaufen oder -verkaufen wird. Der Gewinn oder Verlust dieses Geschäftes, der auch als Swapsatz bezeichnet wird, ergibt sich aus der Differenz der zwei Tageskurse. Für ein normales Devisenswapgeschäft, wo das Eurosystem nicht beteiligt ist, lautet die Regel billig kaufen und teurer verkaufen, wobei sich bei dieser Transaktionsart die Reihenfolge än-

¹⁵ vgl.: EZB: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 (2000), S.17

¹⁶ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S18

¹⁷ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S20

¹⁸ vgl.: Wirtschaftslexikon24.net [Zugriff am 11.04.2008]

dern kann. In unserem Fall jedoch, vereinbaren die Geschäftspartner und das Eurosystem bei jedem Devisenswapgeschäft den Swapsatz für das Geschäft. Damit ist im vornherein schon bekannt was das Geschäft kosten wird bzw. wie viel man durch das Geschäft gewinnen wird. Devisenswapgeschäfte werden vom Eurosystem zur Feinsteuerung eingesetzt. Sie finden unregelmäßig statt und können dem Geldmarkt entweder Liquidität abziehen oder zuführen. Es gibt keine fixe Laufzeit für sie und sie werden über Schnelltender oder bilaterale Geschäfte durchgeführt. Die Geschäfte werden üblicherweise von den nationalen Zentralbanken abgewickelt, aber die EZB kann sich entscheiden die Geschäfte selber durchzuführen. Die EZB kann, aber muss nicht, eine begrenzte Anzahl von Geschäftspartnern zur Teilnahme an Devisenswapgeschäften auswählen.

6.2.9. Die Hereinnahme von Termineinlagen

Das letzte Offenmarktinstrument oder die letzte Transaktionsart der Offenmarktgeschäfte stellt die Hereinnahme von Termineinlagen dar¹⁹. Die nationalen Zentralbanken können im Auftrag des Eurosystems Gelder von Kreditinstituten aufnehmen für die sie fixe Zinsen bezahlen müssen. Dabei müssen sich die Einleger des Geldes an fixe Laufzeiten halten, d.h. dass sie vor Ablauf der Laufzeit keinen Zugriff auf ihre Gelder haben. Voraussetzung ist hierbei, dass der Geschäftspartner der nationalen Zentralbank seine Niederlassung in dem Staat haben muss, in dem er sein Geld anlegen will. Wie wir schon gesehen haben, verlangen die Zentralbanken bei der Gewährung von Krediten an Kreditinstitute eine gewisse Sicherheit, doch bei der Hereinnahme von Termineinlagen stellen die Zentralbanken im Gegenzug für die Einlage keine Sicherheiten zur Verfügung. Die Berechnung der Zinsen erfolgt nach der einfachen Eurozinsmethode, die wir in dieser Arbeit schon erörtert haben. Bezahlt werden die Zinsen bei der Fälligkeit der Termineinlage.

Diese Transaktionsart wird für Feinsteuerungsoperationen verwendet und dient der Liquiditätsabschöpfung. Es gibt keinen Zeitplan nach dem sie durchgeführt werden muss und ihre Laufzeit ist auch nicht im vornherein bestimmt. Die Abwicklung des Geschäftes geschieht über Schnelltender oder bilaterale Geschäfte, die normalerweise von den nationalen Zentralbanken durchgeführt werden. Bei Wunsch darf die EZB die Geschäfte allerdings auch selber abwickeln.

¹⁹ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.21

6.3. Ständige Fazilitäten

Die zweite große Gruppe der geldpolitischen Instrumente der EZB zur Gewährleistung der Preisstabilität einer Volkswirtschaft stellen die ständigen Fazilitäten dar. Es gibt zwei verschiedene Arten von ständigen Fazilitäten, welche die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagenfazilität sind²⁰. Sie dienen dazu Übernachtliquidität bereitzustellen oder zu absorbieren. Außerdem setzen sie Signale über den geldpolitischen Kurs des Eurosystems und bilden die Ober- und Untergrenze für Tagesgeldsätze.

Wegen der ungünstigen Zinssätze besteht für Banken wenig Anreiz ständige Fazilitäten in Anspruch zu nehmen. Der Markt bietet im Vergleich zur EZB viel günstigere Zinsen, woraus erklärt werden kann, dass Kreditinstitute ständige Fazilitäten eher in Ausnahmesituationen, wie zum Beispiel bei der Einführung des Euros 1999, oder bei der Jahrtausendwende 2000, in Anspruch nehmen. Ständige Fazilitäten kommen aber auch am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vermehrt zum Einsatz. Wir werden bei der Erklärung des nächsten großen geldpolitischen Instruments der EZB sehen, dass jedes Kreditinstitut im Euro-Raum Mindestreserven bei der EZB bzw. bei den nationalen Zentralbanken halten muss. Das Eurosystem verwendet bei der Vorgabe der Mindestreserve ein Durchschnittserfüllungssystem, wonach während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, welche von der EZB veröffentlicht wird, die Mindestreservehaltung durchschnittlich erfüllt werden muss. Um die Mindestreserveanforderung möglichst genau erfüllen zu können, leihen sich die meisten Kreditinstitute am Ende der Erfüllungsperiode vom Eurosystem Geld in Form von ständigen Fazilitäten.

Wir werden uns nun genauer mit den beiden Arten von ständigen Fazilitäten befassen.

6.3.1. Spitzenrefinanzierungsfazilität

Geschäftspartner des Eurosystems können sich durch die Spitzenrefinanzierungsfazilität zur Deckung eines vorübergehenden Liquiditätsbedarfs von den nationalen Zentralbanken Geld leihen²¹. Das Geld steht ihnen dann über Nacht zur Verfügung, wobei sie aber Zinsen, die durch einen vorgegebenen Zinssatz ausgerechnet werden, bezahlen müssen. Um das Ausfallrisiko für die Zentralbanken zu minimieren müssen die Geschäftspartner aber notenbankfähige Sicherheiten vorweisen. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität, der in allen Staaten des Euro-Währungsgebietes gleich ist, bildet die Obergrenze des Tagesgeldsatzes. (Zur Information: Bankkunden können ihr Geld bei Kreditinstituten gegen eine Verzinsung auf Tagesgeldkonten einlegen. Das auf dem Tagesgeldkonto liegende Geld ist jederzeit verfügbar.)

²⁰ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.90

²¹ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.22

Die nationalen Zentralbanken haben zwei Möglichkeiten um den Geschäftspartner Liquidität im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität zur Verfügung zu stellen. Sie machen dies entweder über Übernacht-Pensionsgeschäfte oder über besicherte Übernacht-Kredite. Wir haben Pensionsgeschäfte und besicherte Kredite schon kennen gelernt. Der einzige Unterschied zwischen Übernachtgeschäften und den normalen Geschäften ist, dass die Laufzeit bei Übernachtgeschäften enorm kurz ist. Übernachtgeschäfte haben eine maximale Laufzeit von einem Tag. Das heißt im Fall von Übernacht-Pensionsgeschäften, dass das Eigentum an den Sicherheiten bei Geschäftsabschluss auf den Gläubiger übertragen wird und am nächsten Tag wieder auf den Schuldner.

Die Initiative zur Durchführung von ständigen Fazilitäten liegt, im Gegensatz zu Offenmarktgeschäften, bei den für das Geschäft zugelassenen Geschäftspartnern. Sie müssen einen Antrag stellen und dieser muss spätestens eine halbe Stunde nach Geschäftsschluss des TARGET-Systems (ca. 18:00 Uhr MEZ) bei der nationalen Zentralbank eingehen. TARGET ist ein transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem womit Banken Transaktionen durchführen können. Am letzten Geschäftstag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode verlängert sich die Annahmefrist für Anträge auf Inanspruchnahme von Spitzenrefinanzierungsfazilitäten nochmals um eine halbe Stunde. Der Antrag muss die Höhe des Kreditbetrages und die zu liefernden Sicherheiten enthalten. Es kann aber auch sein, dass die Sicherheiten schon bei der nationalen Zentralbank hinterlegt wurden. In diesem Fall kann der zweite Punkt des Antragsinhaltes weggelassen werden.

Die EZB veröffentlicht den Zinssatz für Spitzenrefinanzierungsfazilitäten schon im Voraus. Berechnet werden die Zinsen, wie wir schon vorher gesehen haben, durch die einfache Eurozinsmethode ($\text{act}/360$). Wenn sie es wünscht kann die EZB die Bedingungen für die ständigen Fazilitäten jederzeit verändern oder sie kann die ständigen Fazilitäten sogar komplett aussetzen. Es kommt ganz darauf an, was die EZB im Augenblick durch den Einsatz der ständigen Fazilitäten bewirken will.

6.3.2. Die Einlagefazilität

Kreditinstitute können Geld, für das sie Übernacht keine Verwendung haben, gegen eine Verzinsung bei den nationalen Zentralbanken anlegen²². Der Zinssatz für so genannte Einlagefazilitäten ist in der Regel sehr niedrig und bildet im Allgemeinen die Untergrenze des Tages-

²² vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.23

geldsatzes. Die EZB veröffentlicht einen festen Zinssatz im Voraus, welcher nach der einfachen Eurozinsmethode berechnet wird. Im gesamten Euro-Gebiet gelten für die Inanspruchnahme der Einlagefazilität dieselben Bedingungen. Für das eingelegte Übernachtguthaben stellen die nationalen Zentralbanken keine Sicherheiten zur Verfügung.

Jeder der die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllt kann Einlagefazilitäten in Anspruch nehmen. Die Geschäftspartner müssen bei der nationalen Zentralbank einen Antrag auf Inanspruchnahme der Einlagefazilität stellen. Es gibt keine Obergrenze für Einlagen in Form von ständigen Fazilitäten. Berechtigte Personen können eine beliebige Summe im Rahmen der Einlagefazilität anlegen. Der Antrag muss spätestens eine halbe Stunde nach Geschäftsschluss des TARGET-Systems bei der nationalen Zentralbank eingehen. Am letzten Geschäftstag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode verlängert sich die Annahmefrist für Anträge auf Inanspruchnahme von Einlagefazilitäten nochmals um eine halbe Stunde. Der Antrag muss nur die Höhe der Einlage enthalten. Die EZB hat das Recht die Bedingungen für Einlagefazilitäten jederzeit zu ändern oder sie überhaupt auszusetzen.

Bei der Erklärung der ersten beiden großen geldpolitischen Instrumente der EZB sind einige neue Begriffe gefallen, die einer Erklärung bedürfen. Aus diesem Grund werden wir uns nun kurz mit den Allgemeinen Zulassungskriterien, anschließend mit den Verfahren zur Abwicklung der genannten Instrumente und dann mit den Notenbankfähigen Sicherheiten beschäftigen, bevor wir uns dem letzten großen Instrument der EZB widmen.

6.4. Allgemeine Zulassungskriterien

Während wir die geldpolitischen Instrumente der EZB kennen gelernt haben, wurde die Erfüllung der allgemeinen Zulassungskriterien für die potentiellen Geschäftspartner oft vorausgesetzt. Nur jene Personen, die diese Zulassungskriterien erfüllen, dürfen auch wirklich mit dem Eurosystem Geschäfte abschließen²³. Die Kriterien wurden vom Eurosystem bewusst so gewählt, dass ein im Euro-Währungsgebiet ansässiges Kreditinstitut diese relativ einfach erfüllen kann, da das Eurosystem lieber zu viele als zu wenige Geschäftspartner zur Verfügung hat. Weiters soll die Gestaltung der Kriterien die Gleichbehandlung von Instituten im gesamten Währungsgebiet fördern. Ein potentieller Geschäftspartner des Eurosystems muss grob ge-

²³ Leitlinie der Europäischen Zentralbank (2006), S.11

fasst drei Anforderungen erfüllen²⁴. Erstens dürfen nur Institute, die in das Mindestreservesystem des Eurosystems einbezogen sind, Geschäfte mit dem Eurosystem tätigen.

Zweitens muss das Institut gesunde Finanzen aufweisen und der auf EU- oder EWR-Ebene standardisierten oder harmonisierten Aufsicht durch eine nationale Behörde unterliegen. Um ein Beispiel zu nennen, ist in Österreich die Finanzmarktaufsicht (FMA) für die Erfüllung dieser Aufgabe zuständig.

Die dritte Anforderung verweist auf die Erfüllung operationaler Kriterien, die in vertraglichen oder öffentlich-rechtlichen Regelungen der betreffenden nationalen Zentralbank geregelt sind. Dies soll eine effiziente Durchführung der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems gewährleisten.

Ein Institut, das die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllt, kann an Offenmarktgeschäften über Standardtender teilnehmen oder ständige Fazilitäten des Eurosystems in Anspruch nehmen.

6.5. *Tenderverfahren*

6.5.1. Allgemeines

Das Eurosystem führt, wie wir schon gesehen haben, Offenmarktgeschäfte bis auf ein paar Ausnahmen in Form von Tendern durch. Es gibt zwei Arten von Tenderverfahren, welche der Standardtender und der Schnelltender sind²⁵. Diese zwei Verfahren weisen nur Unterschiede in der zeitlichen Durchführung und im Rahmen der Geschäftspartner auf.

Die Abwicklung von Standardtendern dauert länger als die von Schnelltendern. In der Regel werden Standardtender innerhalb von maximal 24 Stunden von der Tenderankündigung bis zur Bestätigung des Zuteilungsergebnisses durchgeführt. Wenn man den Zeitrahmen etwas genauer betrachtet, sieht man, dass das Eurosystem eigentlich nicht länger als eine Stunde für die Bearbeitung der Gebote benötigt. Falls das Eurosystem, aus welchem Grund auch immer, der Meinung ist, dass mehr Zeit für die Abwicklung von Standardtendern benötigt wird, so kann sie den Zeitrahmen an die Geschäfte anpassen. Wie wir schon bei den Offenmarktinstrumenten gehört haben, werden Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und die strukturellen Operationen in Form von Standardtendern abgewickelt.

²⁴ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.12

²⁵ vg...: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.85

Die Abwicklung von Schnelltendern dauert, wie der Name schon sagt, in der Regel sehr viel kürzer als die von Standardtendern. Sie werden innerhalb von 90 Minuten durchgeführt. Wie schon bei den Standardtendern, liegt es in der Hand der EZB den Zeitrahmen zu verändern. Schnelltender werden nur für Feinsteuerungsoperationen eingesetzt. Im Gegensatz zu Standardtendern sind bei Schnelltendern nicht alle Institute, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, automatisch zur Abgabe von Geboten berechtigt. Das Eurosystem wählt eine bestimmte Anzahl von Instituten zur Teilnahme an Schnelltendern aus und kontaktiert diese direkt bei einer eventuellen Feinsteuerungsoperation.

Bei beiden Tenderverfahren kann das Eurosystem zwischen Mengentendern (Festsatztendern) und Zinstendern (Tendern mit variablem Zinssatz) wählen²⁶. Im Fall eines Mengentenders wird der Zinssatz vom Eurosystem vorgegeben und die Geschäftspartner geben Gebote über den Betrag ab. Bei Zinstendern geben die Geschäftspartner Gebote über den Zinssatz und den Betrag ab, d.h. der Geschäftspartner gibt die Konditionen an, zu dem er Geschäfte machen würde. Wie viel er wirklich zu dem genannten Zinssatz erhält wird vom Eurosystem berechnet und entschieden.

Man kann die Mengen- und Zinstender in sechs Verfahrensschritte aufteilen.

6.5.2. Schritt 1: Tenderankündigung

Im ersten Schritt wird der Tender angekündigt. Die EZB kann Tender über Wirtschaftsinformationsdienste ankündigen. Die nationalen Zentralbanken kündigen Tender über nationale Wirtschaftsinformationsdienste und außerdem, wenn es notwendig ist und der Geschäftspartner keinen Zugang zu Wirtschaftsinformationsdiensten hat, direkt gegenüber einzelnen Geschäftspartnern an. Schnelltender werden oft zusätzlich schon im Voraus öffentlich angekündigt. Der Sinn dahinter ist, die Transparenz der Feinsteuerungsoperationen zu verbessern. Eine öffentliche Ankündigung einer Tenderoperation enthält normalerweise folgende Angaben²⁷:

- Die Referenznummer der Tenderoperation
- Den Tag der Durchführung des Tenders
- Die Art der Operation inklusive der Angabe des anzuwendenden geldpolitischen Instruments
- Die Laufzeit der Operation

²⁶ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.25

²⁷ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.27

- Die Art des Tenders
- Die Zuteilungsmethode
- Eventuell das beabsichtigte Zuteilungsvolumen
- Den festgesetzten Zinssatz, Preis und Swapsatz bei Mengentendern
- Eventuell den niedrigsten oder höchsten akzeptierten Zinssatz, Preis und Swapsatz
- Den Start- und Endzeitpunkt des zugrunde liegenden Geschäfts
- Bei Devisenswapgeschäften die verwendete Währung und die Währung deren Handelsbetrag fixiert ist
- Bei Devisenswapgeschäften den Referenz-Devisenkassakurs, der für die Berechnung der Gebote verwendet wird
- Gegebenfalls den Höchstbietungsbetrag
- Gegebenfalls den individuellen Mindestzuteilungsbetrag und die Mindestzuteilungsquote
- Den Zeitplan für die Abgabe der Gebote
- Bei der Emission von Schuldverschreibungen die Stückelung der Schuldverschreibungen und den ISIN-Code der Emission

6.5.3. Schritt 2: Vorbereitungen der Geschäftspartner

Im zweiten Schritt bereiten sich die Geschäftspartner auf das Geschäft vor und geben Gebote ab²⁸. Institute die in einem Mitgliedstaat über mehrere Niederlassungen verfügen, dürfen pro Staat nur von einer Stelle aus Gebote abgeben.

Werden Geschäfte in Form von Mengentendern durchgeführt, so müssen die Geschäftspartner einen Geldbetrag angeben, in dessen Höhe sie den Geschäftsvertrag abschließen wollen.

Im Fall von Zinstendern dürfen die Geschäftspartner zehn verschiedene Gebote, welche die jeweiligen Beträge und Zinssätze enthalten, abgeben. Zinssätze müssen dabei auf volle Hundertstel-Prozentpunkte und Swapsätze auf volle Hundertstel-Swappunkte lauten.

Bei Hauptrefinanzierungsgeschäften ist ein Mindestgebotsbetrag von € 1.000.000,00 vorgegeben. Wenn es die Geschäftspartner wünschen, können sie mehr bieten, wobei Schritte zu € 100.000,00 einzuhalten sind. So wäre das nächst höher zugelassene Gebot € 1.100.000,00.

Bei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften darf jede nationale Zentralbank einen Mindestgebotsbetrag zwischen € 10.000,00 und € 1.000.000,00 festlegen. Hier sind Gebotsschritte in Höhe von € 10.000,00 erlaubt.

²⁸ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.28

In der öffentlichen Tenderankündigung kann die EZB bei Bedarf einen Höchstbietungsbetrag angeben. Die Höhe der Gebote hat keinen Einfluss auf das Risiko des Eurosystems, da bei liquiditätszuführenden Geschäften die Geschäftspartner stets notenbankfähige Sicherheiten vorweisen müssen.

6.5.4. Schritt 3: Zusammenstellung der Gebote

Schritt drei besteht aus der Zusammenstellung der Gebote durch das Eurosystem und der Kontrolle ob alle Gebote dem von der nationalen Zentralbank vorgegebenem Muster entsprechen und rechtzeitig abgegeben wurden. Geschäftspartner, deren Gebote nicht berücksichtigt wurden, werden vor der Tenderzuteilung über die Entscheidung des Eurosystems informiert.

6.5.5. Schritt 4: Zuteilungsverfahren und Veröffentlichung

Im vierten Schritt führen die nationalen Zentralbanken das Zuteilungsverfahren durch und veröffentlichen anschließend die Zuteilungsergebnisse. Je nach Art des Tenders wird ein anderes Zuteilungsverfahren angewendet. Wir werden uns in dieser Arbeit das Zuteilungsverfahren für Mengentender und für Zinstender in Euro ansehen.

6.5.6. Schritt 4a bei Mengentendern

Bei der Zuteilung von Mengentendern ermittelt die jeweilige nationale Zentralbank zuerst den Gesamtbetrag der Gebote und vergleicht diesen mit ihrem gewünschten Gesamtzuteilungsbetrag. Liegt der Gesamtbetrag der Gebote unter dem gewünschten Zuteilungsbetrag, so darf jeder Geschäftspartner Geschäfte in der gebotenen Höhe abschließen. Übersteigt jedoch der Gesamtbetrag der Gebote den gewünschten Gesamtzuteilungsbetrag der nationalen Zentralbank, so muss ein Verfahren angewendet werden, das jeden Geschäftspartner gerecht behandelt.

Entweder beschließt die EZB jeden Geschäftspartner einen Mindestbetrag bzw. eine Mindestquote zuzuteilen, oder die Gebote werden anteilig im Verhältnis des gewünschten Gesamtzuteilungsbetrags zum Gesamtbetrag der Gebote zugeteilt. Die Formel zur anteiligen Verteilung des gewünschten Zuteilungsbetrages sieht folgendermaßen aus²⁹:

²⁹ vgl.: EZB: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 (2000), S.31

Zuerst berechnet man mit dieser Formel die prozentuelle Zuteilung pro Gebot:

$$all\% = \frac{A}{\sum_{i=1}^n a_i}$$

Anschließend kann man den Zuteilungsbetrag für die einzelnen Geschäftspartner durch Multiplikation der prozentuellen Zuteilung mit dem gebotenen Betrag ausrechnen. Der Zuteilungsbetrag wird auf den nächsten vollen Euro aufgerundet.

$$all_i = all\% \times (a_i)$$

Wobei

A der gewünschte Gesamtzuteilungsbetrag der jeweiligen nationalen Zentralbank,

n die Gesamtzahl der Geschäftspartner,

a_i der gebotene Betrag des i-ten Geschäftspartners,

all% . die prozentuelle Zuteilung pro Gebot und

all_i ... dem i-ten Geschäftspartner insgesamt zugeteilter Betrag sind.

6.5.7. Schritt 4a bei Zinstendern in Euro

Hier muss man zwischen liquiditätszuführenden und liquiditätsabsorbierenden Zinstendern unterscheiden. Handelt es sich um die erste der beiden Formen so werden die von den Geschäftspartnern abgegebenen Gebote in absteigender Reihenfolge der Zinsgebote angeordnet. Bei diesem Geschäft vergibt das Eurosystem beispielsweise einen Kredit und sucht sich deswegen zuerst jene Geschäftspartner aus, die bereit sind höhere Zinsen für den Kredit zu bezahlen. Nachdem die Zuordnung erfolgt ist, akzeptiert die EZB, beginnend beim höchsten Zinssatz, die Gebote der Geschäftspartner solange bis der gewünschte Gesamtzuteilungsbetrag erreicht ist. Übersteigt die Gesamtsumme der Gebote den gewünschten Gesamtzuteilungsbetrag, so müssen die beim letzten Zinssatz gesetzten Gebote anteilmäßig auf die Geschäftspartner aufgeteilt werden.

Bei liquiditätsabsorbierenden Zinstendern, die beispielsweise bei der Emission von Schuldverschreibungen oder der Hereinnahme von Termineinlagen verwendet werden können, werden die Gebote in aufsteigender Reihenfolge der Zinssätze angeordnet. Je niedriger der Zinssatz ist umso eher wird das Gebot von der jeweiligen nationalen Zentralbank akzeptiert oder, im Fall von der Emission von Schuldverschreibungen, je höher der Preis umso eher wird das Gebot angenommen. Bei der Erklärung von liquiditätsabsorbierenden Zinstendern werden wir uns in weiterer Folge auf Termineinlagen konzentrieren und dadurch den Zinssatz betrachten. Nachdem die Zuordnung erfolgt ist, akzeptiert die EZB, beginnend beim niedrigsten Zinssatz,

die Gebote der Geschäftspartner solange bis der gewünschte Zuteilungsbetrag erreicht ist. Übersteigt die Gesamtsumme der Gebote den gewünschten Zuteilungsbetrag, so müssen die beim letzten Zinssatz gesetzten Gebote anteilmäßig auf die Geschäftspartner aufgeteilt werden. Die nachfolgenden Formeln werden das zugrunde liegende Zuteilungsverfahren verdeutlichen³⁰.

Muss man nun beim letzten in Betracht gezogenen Zinssatz die Gebote anteilmäßig aufteilen, so rechnet man sich den Prozentsatz der Zuteilung zum marginalen Zinssatz folgendermaßen aus:

$$all\%(r_m) = \frac{A - \sum_{s=1}^{m-1} a(r_s)}{a(r_m)}$$

Es wird vom gewünschten Gesamtzuteilungsbetrag, die Summe der zugeteilten Beträge abgezogen und anschließend dividiert man das Ergebnis durch die gesamte Gebotssumme des letzten Zinssatzes.

Den zugeteilten Betrag beim letzten Zinssatz für das jeweilige Gebot erhält man, indem man den Prozentsatz der Zuteilung zum marginalen Zinssatz mit dem Gebot beim letzten Zinssatz multipliziert.

$$all(r_m)_i = all\%(r_m) \times a(r_m)_i$$

Da, wie wir schon gehört haben, jeder Geschäftspartner bei Zinstendern bis zu zehn Gebote abgeben kann, kommt es oft vor, dass mehrere Gebote eines Geschäftspartners akzeptiert werden können. Um den gesamten zugeteilten Betrag für den jeweiligen Geschäftspartner zu ermitteln, wird folgende Formel benutzt.

$$all_i = \sum a(r_s)_i + all(r_m)_i$$

Die in den Formeln vorkommenden einzelnen Variablen werden wie folgt definiert:

Ader gesamte zugeteilte Betrag

r_sdas s-te Zinsgebot der Geschäftspartner

n.....die Gesamtzahl der Geschäftspartner

$a(r_s)_i$der gebotene Betrag zum s-ten Zinssatz (r_s) vom i-ten Geschäftspartner

³⁰ vgl.: EZB: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 (2000), S.32

$a(r_s)$ der gesamte Bietungsbetrag zum s-ten Zinssatz (r_s)

$$a(r_s) = \sum_{i=1}^n a(r_s)_i$$

r_mder marginale Zinssatz

r_{m-1} der Zinssatz vor dem marginalen Zinssatz (letzter Zinssatz, zu dem Gebote vollständig zugeteilt werden)

$all\%(r_m)$ Prozentsatz der Zuteilung zum marginalen Zinssatz

$all(r_s)_i$ die Zuteilung für den i-ten Geschäftspartner zum s-ten Zinssatz

all_i der gesamte zugeteilte Betrag für den i-ten Geschäftspartner

6.5.8. Schritt 4b: Veröffentlichung der Tenderergebnisse

Ergebnisse von Tendern werden von den nationalen Zentralbanken über Wirtschaftsinformationsdienste öffentlich bekannt gegeben. Geschäftspartner, die keinen Zugang zu Wirtschaftsinformationsdiensten haben, werden von den nationalen Zentralbanken direkt informiert.

Normalerweise enthält die Veröffentlichung unter anderen diese Angaben³¹:

- Die Referenznummer der Tenderoperation
- Der Tag der Durchführung
- Die Art und Laufzeit der Operation
- Den von den Geschäftspartnern des Eurosystems eingereichten Gesamtbetrag der Gebote
- Den zugeteilten Gesamtbetrag
- Die Anzahl der Bieter
- Bei Mengentendern den Prozentsatz der Zuteilung
- Bei Devisenswapgeschäften die einbezogene Währung und den Kassakurs
- Bei Zinstendern den akzeptierten marginalen Zinssatz/Preis/Swapsatz und Prozentsatz der Zuteilung zum marginalen Zinssatz/Preis/Swapsatz
- Bei der Emission von Schuldverschreibungen die Stückelung der Schuldverschreibung, den ISIN-Code der Emission, und Start und gegebenenfalls Fälligkeitstag des Geschäfts bzw. Abwicklungstag und Fälligkeit der Wertpapiere

³¹ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.33

6.5.9. Schritt 5: Bestätigung der Zuteilungsergebnisse

Im fünften Schritt bestätigt die jeweilige nationale Zentralbank allen seinen Geschäftspartnern, deren Gebote akzeptiert wurden, im direkten Wege die Annahme der Gebote.

6.5.10. Schritt 6: Abwicklung der Transaktion

Im sechsten Schritt erfolgt die Abwicklung der Transaktion mit Hilfe von Abwicklungsverfahren. Will ein Geschäftspartner an Offenmarktgeschäften teilnehmen oder ständige Fazilitäten in Anspruch nehmen, so muss er für die geldliche Verrechnung ein Konto bei den nationalen Zentralbanken halten. Zu geldlichen Verrechnungen kommt es erst wenn der Geschäftspartner ausreichende Sicherheiten besitzt und diese der nationalen Zentralbank zur Verfügung stehen. Die Sicherheiten können entweder auf einem Depotkonto bei den nationalen Zentralbanken hinterlegt sein, oder sie werden kurz vor der Auszahlung an die nationalen Zentralbanken übertragen. Übertragen werden die Sicherheiten über Wertpapierabwicklungskonten der Geschäftspartner bei Wertpapierabwicklungssystemen, welche die Mindestanforderung der EZB erfüllen müssen. Hat der Geschäftspartner weder ein Depotkonto bei den nationalen Zentralbanken noch einen Zutritt zu Wertpapierabwicklungssystemen, so kann eine Korrespondenzbank eingeschaltet werden. Genauere Erfordernisse zur Abwicklung von Geschäften geben die vertraglichen Vereinbarungen der jeweiligen nationalen Zentralbanken vor. Geringfügige Unterschiede in den vertraglichen Vereinbarungen der einzelnen nationalen Zentralbanken sind erlaubt³².

6.6. Bilaterale Geschäfte

Bei der Erklärung der geldpolitischen Instrumente der EZB haben wir schon beim einen oder anderem Geschäft gehört, dass es durch Bilaterale Geschäfte abgewickelt wird. Diese geldpolitischen Transaktionen werden ohne die Verwendung von Tenderverfahren durchgeführt. Bilaterale Geschäfte sind ein Verfahren, bei dem die nationalen Zentralbanken oder, in Ausnahmefällen, die EZB selbst mit einem oder mehreren Geschäftspartnern direkt oder über Börsen und Marktvermittler Kontakt aufnehmen und Geschäfte abschließen³³.

Bei befristeten Transaktionen, endgültigen Käufen oder Verkäufen, Devisenswapgeschäften und der Hereinnahme von Termineinlagen kann es zu Bilateralen Geschäften kommen, wo die nationalen Zentralbanken oder die EZB ihre Geschäftspartner direkt ansprechen. Die in Frage

³² vgl.: Amtsblatt der EU: Leitlinie der EZB (2005), S.30

³³ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.34

kommenden Geschäftspartner werden nach bestimmten Kriterien, die von der EZB festgelegt wurden, ausgewählt. Wie schon betont, kann die EZB in Ausnahmefällen Bilaterale Geschäfte auch selber durchführen. Hier ist zu beachten, dass in diesem Fall die Transaktionen trotzdem dezentral über die nationalen Zentralbanken abgewickelt werden.

Bei der zweiten Variante von Bilateralen Geschäften können endgültige Käufe oder Verkäufe zu Feinsteuerungszwecken über Börsen oder Marktvermittler durchgeführt werden. Hier ist der Kreis der Geschäftspartner nicht im vornherein beschränkt und deshalb können im Geschäft auch Personen verwickelt sein, die für die nationalen Zentralbanken oder für die EZB bei eigener Durchführung nicht in Frage kämen³⁴.

6.7. Notenbankfähige Sicherheiten

6.7.1. Allgemeines

"Zur Erreichung der Ziele des ESZB und zur Erfüllung seiner Aufgaben können die EZB und die nationalen Zentralbanken Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten und anderen Marktteilnehmern abschließen, wobei für die Darlehen ausreichende Sicherheiten zu stellen sind."³⁵

Wie oben zitiert wird, müssen die nationalen Zentralbanken bei jedem Geschäft, in dem sie Kredite vergeben, von ihren Geschäftspartnern ausreichende Sicherheiten verlangen. Im Falle einer eventuellen Zahlungsunfähigkeit eines Geschäftspartners soll dadurch der Schaden für das Eurosystem minimiert werden. Die in Artikel 18.1 der Satzung der ESZB genannten Sicherheiten müssen bestimmte Voraussetzungen erfüllen damit sie für das Eurosystem von Nutzen sein können. Sicherheiten die diese Voraussetzungen erfüllen werden als „notenbankfähige Sicherheiten“ bezeichnet. Bis 1. Jänner 2007 hat man die von der ESZB geforderten Sicherheiten in Kategorie 1- und Kategorie 2-Sicherheiten aufgeteilt. Heute gliedern sich die notenbankfähigen Sicherheiten in marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten. Seit Jänner 2007 ist ein einheitlicher Rahmen, das so genannte „einheitliche Sicherheitenverzeichnis“, der Orientierungspunkt für die Geschäftspartner des Eurosystems. Das Sicherheitenverzeichnis gibt Auskunft über die Verwendbarkeit von Sicherheiten als Besicherung von liquiditätszuführenden Operationen des Eurosystems. In der Regel bestehen zwischen marktfähigen und nichtmarktfähigen Sicherheiten in Bezug auf Qualität und Tauglichkeit hinsichtlich einzelner

³⁴ vgl.: EZB: Leitlinie der EZB vom 31.08.2008, S.32

³⁵ Art. 18.1 der Satzung der EZB

Kreditoperationen fast keine Unterschiede. Der einzige Unterschied ist, dass bei endgültigen Käufen bzw. Verkäufen keine nichtmarktfähigen Sicherheiten verwendet werden.

Das Eurosystem kann jederzeit einzelne Sicherheiten die zurzeit als notenbankfähig gelten für nicht notenbankfähig erklären.

Marktfähige Sicherheiten, welche die Kriterien der Notenbankfähigkeit erfüllen, werden immer am Vortag ab 18:00 Uhr (MEZ) auf der Webseite der Europäischen Zentralbank veröffentlicht. Solch eine Auflistung für nicht marktfähige Sicherheiten, welche die Kriterien der Notenbankfähigkeit erfüllen, besteht leider nicht.

Nachdem wir uns allgemein mit den notenbankfähigen Sicherheiten befasst haben, werden wir uns nun kurz die Zulassungskriterien für marktfähige und anschließend für nichtmarktfähige Sicherheiten ansehen.

6.7.2. Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten

Bei einer marktfähigen Sicherheit muss es sich um einen Schuldtitel handeln, der auf einen festen Kapitalbetrag lautet und dessen Rückzahlung nicht auf Bedingungen geknüpft ist. Weiters darf der Schuldtitel keiner Verzinsung ausgesetzt sein, welche zu einem negativen Cashflow führt. Der Schuldtitel muss die genannten Voraussetzungen bis zur Tilgung laufend erfüllen³⁶.

Vom Schuldtitel sind alle von der EZB für marktfähige Sicherheiten vorgegebenen Bonitätsanforderungen zu erfüllen. Marktfähige Sicherheiten müssen bei einem befähigten Zentralverwahrer oder bei einer Zentralbank im Europäischen Wirtschaftsraum hinterlegt oder eingetragen sein. Wie wir schon bei den Tendersverfahren gehört haben müssen Sicherheiten bei der Abwicklung auf einem Konto des Eurosystems oder eines Wertpapierabwicklungssystems gehalten und darüber abgewickelt werden. Das Halten einer Sicherheit auf einem Konto setzt eine stückelose Übertragbarkeit der Sicherheiten voraus.

Die Schuldtitel müssen entweder an einem regulierten Markt zugelassen sein oder an einem, von der EZB bestimmten und für in Ordnung befundenen, nicht regulierten Markt gehandelt werden. Unter einem regulierten Markt versteht man einen organisierten Markt sowie ein gesetzlich geregeltes Börsensegment, dessen Zulassungsvoraussetzungen und Folgepflichten gesetzlich geregelt sind³⁷.

³⁶ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.39

³⁷ vg.: Wikipedia Online-Enzyklopädie [Zugriff am 23.04.2008]

Das Begeben oder Garantieren von Schuldtitel kann von Zentralbanken, öffentlichen Stellen, privaten Einrichtungen oder internationalen bzw. supranationalen Organisationen erfolgen. Das letzte hier angeführte Kriterium für marktfähige Sicherheiten ist, dass die Schuldtitel auf Euro lauten müssen. Dadurch wird das Währungsrisiko für das Eurosystem eliminiert. Somit sind keine Wertverluste, aber auch keine Wertgewinne durch unstabile Kursentwicklungen der verschiedenen Währungen in Bezug auf marktfähige Sicherheiten möglich.

6.7.3. Zulassungskriterien für nicht marktfähige Sicherheiten

Man kann zwei Arten von nichtmarktfähigen Sicherheiten unterscheiden, die auch im einheitlichen Sicherheitenverzeichnis der EZB angeführt sind³⁸. Das sind die Kreditforderungen und die nichtmarktfähigen, mit hypothekarischen Darlehen an Privatkunden besicherte Schuldtitel (retail mortgage-backed debt instruments, RMBDs), die im weiteren Verlauf dieser Arbeit mit RMBDs abgekürzt werden. Wir werden uns nun, getrennt voneinander, die Zulassungskriterien für beide Arten ansehen.

Bei Kreditforderungen muss es sich um eine Verbindlichkeit eines Schuldners an einen Geschäftspartner des Eurosystems handeln. Im diesen Sinn gilt auch der Anteil an einem Konsortialkredit als notenbankfähige Kreditforderung. Schuldner können nichtfinanzielle Unternehmen, öffentliche Stellen und internationale oder supranationale Organisationen sein. Mit Ausnahme der internationalen und supranationalen Organisationen müssen die Schuldner ihren Sitz im Euro-Währungsgebiet haben. Das Eurosystem hat beschlossen, dass ab 1. Jänner 2012 für alle Kreditforderungen im Euro-Währungsraum ein einheitlicher Mindestbetrag von € 500.000,00 gelten wird. Bis zu diesem Zeitpunkt dürfen die nationalen Zentralbanken für inländische Kreditforderungen einen beliebigen Mindestbetrag festlegen. Für die Nutzung von grenzüberschreitenden Kreditforderungen gilt jetzt schon der für 2012 festgesetzte Mindestbetrag. Als Rechtsgrundlage für Kreditforderungen muss auf jeden Fall das Recht eines Mitgliedstaates des Euro-Währungsgebietes dienen. Es sind pro Kreditvertrag maximal zwei verschiedene Rechtsordnungen zugelassen. Wie auch schon bei den marktfähigen Sicherheiten muss die Währung von Kreditforderungen auf Euro lauten.

³⁸ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.42

Bei RMBDs handelt es sich um Schuldtitel in Form von Wechseln. Wechsel können viele verschiedene Funktionen erfüllen³⁹. In diesem Fall erfüllt der Wechsel eine Kreditfunktion. Er ist über einen Pool durch grundpfandrechtlich besicherte Aktiva besichert. RMBDs lauten auf einen festen Kapitalbetrag, ihre Rückzahlung ist nicht an Bedingungen geknüpft und ihre Verzinsung darf nicht zu einem negativen Cashflow führen. Sie werden von Kreditinstituten ausgegeben. Nahezu alle Kreditinstitute, mit Sitz in einem Euro-Währungsraum, sind zugelassene Geschäftspartner des Eurosystems. Auch diese Sicherheiten müssen auf Euro lauten.

Somit haben wir nun alle notwendigen Begriffe (allgemeine Zulassungskriterien, Tenderverfahren, Bilaterale Geschäfte und notenbankfähige Sicherheiten), die bei den Erklärungen der Offenmarktgeschäfte und den ständigen Fazilitäten gefallen sind, umfangreich erörtert und werden nun das letzte große geldpolitische Instrument der EZB kennen lernen.

³⁹ vgl.: EZB: Leitlinie der EZB vom 31.08.2006, 6.2.2

7. Mindestreserven

7.1. Allgemeines

Die Mindestreserven stellen das dritte große geldpolitische Instrument des Eurosystems dar. Mindestreservspflichtige Institute müssen laut Artikel 19.1 der ESZB Satzung und laut Verordnung der EZB für bestimmte Positionen ihrer Bilanz eine Mindestreserve auf ihren Konten bei den nationalen Zentralbanken halten. Die Höhe der Reserve richtet sich nach der Mindestreservebasis der einzelnen Institute. Bei der Erfüllung ihrer Pflicht wenden die Institute das System der Durchschnittserfüllung an. Das System der Durchschnittserfüllung funktioniert folgendermaßen. Jedes mindestreservspflichtige Institut ermittelt sein Mindestreservesoll für eine bestimmte Mindestreserveerfüllungsperiode. Während der Erfüllungsperiode muss durchschnittlich der Sollbetrag auf den bei den nationalen Zentralbanken gehaltenen Konten liegen. Dabei wird der Betrag der am Ende eines jeden Kalendertages auf dem Girokonto bei der EZB liegt betrachtet. Die Summe der Tagesendbeträge dividiert durch die Anzahl der Kalendertage einer Erfüllungsperiode muss mindestens der vorgeschriebenen Mindestreserve gleichen¹.

7.2. Mindestreservpflichtige Institute

Laut Artikel 19.1 der ESZB Satzung kann die EZB zur Verwirklichung ihrer geldpolitischen Ziele fordern, dass Kreditinstitute im Euro-Währungsraum Mindestreserven auf ihren Konten bei den nationalen Zentralbanken und der EZB halten. Mit der Verordnung Nr. 2531/98 des Rates vom 23. November 1998 über die Auferlegung einer Mindestreservpflicht durch die EZB wurde dieses Recht der EZB genutzt. Demnach müssen Kreditinstitute, die in einem Mitgliedstaat niedergelassen sind, Mindestreserven unterhalten. Somit gilt diese Regel auch für Kreditinstitute die ihren Hauptsitz außerhalb des Euro-Währungsgebietes haben, aber eine Zweigstelle innerhalb des Euro-Währungsgebietes besitzen. Umgekehrt gilt diese Vorschrift aber nicht. Das heißt, Kreditinstitute mit Hauptsitz innerhalb des Währungsgebietes, müssen für ihre Zweigstellen außerhalb des Euro-Währungsgebietes keine Mindestreserven halten².

Unter bestimmten Voraussetzungen können Institute von der Mindestreservpflicht befreit werden. Institute, die Sanierungsmaßnahmen unterworfen sind, sind prinzipiell von der Min-

¹ Art. 19.1. der Satzung der EZB

² Verordnung Nr. 2531/98 des Rates vom 23.11.1998

destreservspflicht ausgeschlossen. Dem Gesetzgeber ist es hier wichtiger, dass das Institut seine Verbindlichkeiten begleicht.

Außerdem kann die EZB entscheiden, dass manche Institute von der Mindestreservspflicht befreit werden, wenn sie der Ansicht ist, dass das Einbeziehen dieser Institute in das System der Mindestreservehaltung nicht zweckmäßig wäre. Bei der Entscheidung solcher Ausnahmen muss die EZB mindestens eine von drei Kriterien berücksichtigen. Entweder handelt es sich um ein Spezialinstitut und/oder übt das Institut keine Bankfunktionen im Wettbewerb mit anderen Kreditinstituten aus und/oder alle Einlagen des Instituts sind für die Entwicklungshilfe bestimmt.

Am letzten Eurosystem-Geschäftstag jedes Monats werden von der EZB Verzeichnisse über Institute, die der Mindestreservehaltungspflicht unterliegen und über Institute, die von der Mindestreservehaltungspflicht befreit sind veröffentlicht. Mit Hilfe dieser Verzeichnisse können Institute herausfinden, ob sie Verbindlichkeiten gegen Institute haben, die selbst der Mindestreservspflicht unterliegen. Diese Information dient dazu die Mindestreservebasis für die im übernächsten Kalendermonat beginnende Erfüllungsperiode korrekt zu berechnen, denn wie wir noch sehen werden, muss für Einlagen, die von mindestreservpflichtigen Instituten oder von den nationalen Zentralbanken geleistet wurden, seitens der mindestreservpflichtigen Institute, welche die Einlagen aufbewahren, keine Reserve gehalten werden³.

7.3. Die Funktionen des Mindestreservesystems

Das Mindestreservesystem erfüllt zwei wichtige Funktionen. Die erste Funktion besteht darin eine strukturelle Liquiditätsknappheit herbeizuführen oder zu vergrößern. Müssen Kreditinstitute Geldreserven bei den nationalen Zentralbanken halten, erhöht sich die Nachfrage nach Zentralbankengeld. Durch die erhöhte Nachfrage wird es für die nationalen Zentralbanken einfacher Geldmarktsätze über liquiditätszuführende Geschäfte zu steuern. Benötigt ein Institut Geld von der nationalen Zentralbank, so muss es Geld zu einem von der Zentralbank vorgegebenen bzw. anvisierten Zinssatz leihen, wodurch die Zinssätze für den Markt mehr oder weniger vorgegeben werden⁴.

Die zweite wichtige Funktion besteht in der Stabilisierung der Geldmarktsätze. Dies wird durch die Durchschnittserfüllung der Mindestreservehaltung ermöglicht. Sie gestattet es den

³ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.81

⁴ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.67

Kreditinstituten, tägliche Liquiditätsschwankungen zu glätten, da vorübergehende Mindestreserve-Ungleichgewichte durch entgegengesetzte Ungleichgewichte innerhalb der gleichen Erfüllungsperiode ausgeglichen werden können.

7.4. Ermittlung der Mindestreserve

Die Mindestreserve wird anhand der Mindestreservebasis und den Mindestreservesätzen ermittelt. Zur Festlegung der Mindestreservebasis werden die einzelnen Bilanzpositionen der Institute in Betracht gezogen. Institute die der uneingeschränkten statistischen Meldepflicht unterliegen, melden den nationalen Zentralbanken die Monatsendbestände ihrer Bilanzpositionen, welche zur Bestimmung der Reservebasis für die Mindestreserve-Erfüllungsperiode des übernächsten Kalendermonats dienen. Das bedeutet beispielsweise, dass die durch die Bilanzdaten von Ende Juni ermittelte Reservebasis der Berechnung des von den Geschäftspartnern zu erfüllenden Mindestreservesolls für die im August beginnenden Erfüllungsperiode dient. Die nachfolgende Aufzählung zeigt welche Positionen der Bilanz von Instituten als Reservebasis in die Berechnung des Mindestreservesolls einbezogen werden und welche Mindestreservesätze auf diese Positionen anzuwenden sind⁵.

A. Verbindlichkeiten mit positivem Reservesatz (2%)

Einlagen

- Täglich fällige Einlagen
- Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren
- Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren

Ausgegebene Schuldverschreibungen

- Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren

B. Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0%

Einlagen

- Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren
- Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als zwei Jahren
- Repogeschäfte

Ausgegebene Schuldverschreibungen

- Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren

⁵ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.65

C. Nicht in die Mindestreservebasis einbezogene Verbindlichkeiten

- Verbindlichkeiten gegenüber Instituten, die ihrerseits den Mindestreservevorschriften des Eurosystems unterliegen
- Verbindlichkeiten gegenüber der EZB und den nationalen Zentralbanken

Wie die Aufzählung zeigt, ist nicht für alle Verbindlichkeiten eine Mindestreserve bei den nationalen Zentralbanken zu halten. Für die unter A angeführten Positionen ist seit Beginn der Mindestreservepflicht eine Mindestreserve in der Höhe von 2% zu halten. Hier handelt es sich um Verbindlichkeiten, die eine Laufzeit von weniger als zwei Jahren aufweisen.

Unter Punkt B angeführte Positionen sind mit Stand von April 2008 nicht mindestreservepflichtig, aber die EZB kann jederzeit bestimmen, dass auch diese Positionen der Mindestreservepflicht unterliegen. Diese Bestimmung muss vor Beginn der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode, für die sie wirksam wird, angekündigt werden. Zurzeit liegt der Mindestreservesatz für die unter B angeführten Positionen bei 0%.

Unter Punkt C findet man die Verbindlichkeiten, die nicht in die Mindestreservebasis einbezogen werden. Dazu gehören Verbindlichkeiten gegenüber anderen Instituten, die am Mindestreservesystem des Eurosystems teilnehmen, sowie Verbindlichkeiten gegenüber der EZB und den nationalen Zentralbanken. Um diese Positionen von der Mindestreservebasis abziehen zu können, muss der Emittent von ausgegebenen Schuldverschreibungen den von anderen der Mindestreservepflicht unterliegenden Instituten gehaltenen Betrag nachweisen können. Ist dies für den mindestreservepflichtigen Emittenten nicht möglich, so besteht die Möglichkeit einen Pauschalen Betrag in Höhe eines von der EZB veröffentlichten Prozentsatzes abzuziehen. Der Pauschale Betrag wird aus der Summe der an mindestreservepflichtige Institute, an die EZB und an die nationalen Zentralbanken ausgegebenen Schuldverschreibungen berechnet. Der anzuwendende Prozentsatz wird wie das Verzeichnis für mindestreservepflichtige Institutionen regelmäßig von der EZB veröffentlicht⁶.

Zur Berechnung des Mindestreservesolls werden die Beträge der mindestreservepflichtigen Verbindlichkeiten mit den Mindestreservesätzen multipliziert. Nachdem die Summe des Mindestreservesolls ermittelt wurde, steht es jedem Institut zu, von seinem auf volle Euro gerundeten Mindestreservesoll, einen Freibetrag in Höhe von € 100.000,00 abzuziehen. Durch diese

⁶ EG Verordnung Nr. 1745/2003

Regelung sollen die Verwaltungskosten für Institute, die einen sehr geringfügigen Mindestreservesoll aufweisen, verringert werden.

7.5. Die Verzinsung der Mindestreserven

Wie wir bei den geldpolitischen Zielen der EZB schon erfahren haben, liegt das primäre Ziel der EZB in der Stabilisierung des Euro-Wertes. Wenn das primäre Ziel nicht gefährdet wird, dann soll die EZB außerdem noch versuchen die Wirtschaft des Euro-Währungsgebietes mit den zu ihrer Verfügung gestellten Mittel zu unterstützen. Durch die Mindestreservepflicht der Institute wird, wie wir wissen, die Position der EZB zur Erfüllung des primären Zieles verstärkt. Um nicht gleichzeitig das Bankensystem zu belasten, ist es notwendig die geforderten Mindestreserveguthaben zu verzinsen. Dies gewährleistet, dass die effiziente Ressourcenallokation der Banken nicht behindert wird. Aus diesem Grund werden die Mindestreserveguthaben der Institute während der gesamten Mindestreserveerfüllungsperiode zum durchschnittlichen marginalen Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst. Die marginalen Zinssätze liegen normalerweise sehr nahe bei den kurzfristigen Geldmarktzinsen. Deshalb kann man sagen, dass die Mindestreserveguthaben der Institute sehr marktnah verzinst werden.

Verzinst wird tatsächlich aber nur das genaue Mindestreservesoll. Das heißt, wird mehr Geld als notwendig auf den Girokonten bei den nationalen Zentralbanken gehalten, so wird das so genannte Überschussguthaben nicht zum oben erwähnten Zinssatz verzinst. Sinnvoll wäre es das Überschussguthaben in Form von ständigen Fazilitäten anzulegen. Die folgenden zwei Formeln zeigen wie die Verzinsung der Mindestreserveguthaben berechnet wird⁷:

$$R_t = \frac{H_t \times n_t \times r_t}{100 \times 360}$$

$$r_t = \sum_{i=1}^{n_t} \frac{MR_i}{n_t}$$

Die in den Formeln vorkommenden Variablen werden wie folgt definiert:

R_tfür die Erfüllungsperiode t anfallende Zinsen

H_t Tagesdurchschnittliche Mindestreserveguthaben in der Erfüllungsperiode t

n_t Anzahl der Kalendertage in der Erfüllungsperiode t

⁷ vgl.: EZB: Leitlinie der EZB vom 31.08.2006, S60

r_tZinssatz auf Mindestreserveguthaben in der Erfüllungsperiode t

iKalendertag i der Erfüllungsperiode t

MR_t Marginaler Zinssatz des aktuellsten Hauptrefinanzierungsgeschäftes, das am oder vor dem Kalendertag i abgewickelt wurde

Wie wir sehen handelt es sich bei der Berechnung der Verzinsung um eine einfache Zinsrechnung, welche keiner besonderen Erklärung bedarf.

Die Mindestreserveerfüllungsperioden werden spätestens drei Monate vor Beginn jedes Jahres von der EZB in Form eines Kalenders veröffentlicht. Der EZB-Rat hat 2003 beschlossen, dass die Mindestreserveerfüllungsperioden ab März 2004 an die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die EZB-Ratssitzungen gekoppelt werden. Seitdem beginnen die Erfüllungsperioden am Abwicklungstag des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäftes, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, in der die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Sie enden einen Tag vor der Abwicklung des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäftes nach der Sitzung des EZB-Rats, im Folgemonat. Aus der Bestimmung des Anfangs- und Endzeitpunkts der Erfüllungsperiode wird deutlich, dass die Länge der Mindestreserveerfüllungsperioden nicht vereinheitlicht werden kann und sie sich bei einer eventuellen Verschiebung der EZB-Ratssitzung verändern kann.

7.6. Das Verfahren zur Festsetzung des Mindestreservesolls

Alle mindestreservepflichtigen Institutionen des Euro-Währungsgebietes sind verpflichtet ihre reservepflichtigen Bilanzpositionen auszurechnen und diese den nationalen Zentralbanken, im Rahmen der Geld- und Bankenstatistiken der EZB, zu melden.

Die Berechnung des Mindestreservesolls eines mindestreservepflichtigen Instituts kann entweder vom Institut selber oder von der zuständigen nationalen Zentralbank erfolgen. Das berechnete Mindestreservesoll muss von der berechnenden Seite der anderen Seite mitgeteilt werden. Dies hat spätestens drei Geschäftstage vor Beginn der Mindestreserveerfüllungsperiode zu erfolgen. Von der nationalen Zentralbank kann aber auch eine bestimmte Frist für die Mitteilung festgelegt werden. Wenn die andere Seite mit dem mitgeteilten Mindestreservesoll einverstanden ist, kann sie der berechnenden Seite ihre Zustimmung entweder spätestens einen Geschäftstag vor Beginn der Erfüllungsperiode mitteilen oder durch stillschweigen ihre Zustimmung signalisieren. Bei abweichenden Mindestreservesolls müssen die Meinungsverschiedenheiten ebenfalls einen Geschäftstag vor Beginn der Erfüllungsperiode mitgeteilt und

bereinigt werden. Die EZB und die nationalen Zentralbanken haben das Recht die Richtigkeit und die Qualität der erhobenen Daten genauer zu überprüfen. Wurde jedoch ein für eine Erfüllungsperiode berechnetes Mindestreservesoll von der Gegenseite anerkannt, so kann es nicht mehr berichtigt werden⁸.

7.7. Sanktionen für die Nichteinhaltung der Mindestreservepflicht

Unter Nichteinhaltung der Mindestreservepflicht versteht man entweder die Unterschreitung des vorgeschriebenen durchschnittlichen Mindestreservesolls, welche am Ende der Erfüllungsperiode gemessen wird, oder im Extremfall die Außerachtlassung der Reservepflicht. Je nach Ausmaß des Verstoßes kann die EZB den Instituten, die die Mindestreservepflicht nicht einhalten, eine der folgenden Sanktionen verhängen:

„Die Zahlung von bis zu 5 Prozentpunkten über dem Spitzenrefinanzierungssatz des ESZB oder das Zweifache dieses Zinssatzes, in beiden Fällen auf den Betrag der Mindestreserveunterschreitung des betreffenden Instituts.

Die Verpflichtung des betreffenden Instituts, bei der EZB oder den nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Mitgliedstaaten unverzinsliche Einlagen von bis zum Dreifachen des Betrages der Mindestreserveunterschreitung zu halten. Die Laufzeit der Einlagen darf den Zeitraum, in dem das Institut die Mindestreservepflicht nicht einhält, nicht überschreiten.“⁹

Bei noch schwerwiegenderen Verstößen gegen die Mindestreserveanforderungen ist es dem Eurosystem erlaubt den Geschäftspartner für eine bestimmte Zeit von der Beteiligung an Offenmarktgeschäften auszuschließen.

Nun kennen wir alle geldpolitischen Instrumente der EZB, mit denen sie versucht die Preisstabilität im Euro-Währungsraum zu gewährleisten. In der Theorie scheint, als ob ihre Instrumente sehr starke und wirkungsvolle Einflüsse auf das Wirtschaftsgeschehen des Euroraumes haben können. Wie schaut es aber in der Praxis aus? Im nächsten Kapitel werden wir uns die getroffenen Maßnahmen der EZB in den ersten fünf Jahren ihres Bestehens und deren Wirkung ansehen.

⁸ vgl.: EZB: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet (2006), S.68

⁹ Art. 7 der EG Verordnung Nr. 2531 vom 23.11.1998 über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht durch die EZB

8. Geldpolitische Maßnahmen der EZB in den ersten fünf Jahren

8.1. Überblick

Die ersten fünf Jahre ihres Bestehens waren für die EZB sehr anspruchsvoll. Im Zeitraum von Anfang 1999 bis Ende 2003 haben sich viele sehr schwer zu bewertende Ereignisse in der Weltwirtschaft ereignet. Beispielsweise hat sich der Ölpreis zwischen Anfang 1999 bis Mitte 2000 verdreifacht. 2001 kam es zu einer Reihe von Tierseuchen, welche die Nahrungsmittelpreise in die Höhe getrieben haben. Im September 2001 unterlag die Weltwirtschaft einem weiteren Schock durch die Anschläge auf das World Trade Center in New York.

Unter all diesen Umständen hat die EZB es trotzdem geschafft, die ihr aufgetragenen Aufgaben, nämlich hauptsächlich die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten, in einer akzeptablen Art und Weise zu erfüllen. Wie unter 4.2 definiert, versucht die EZB den jährlichen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) unter, aber knapp bei, 2% zu halten. Für den Zeitraum von 1999 bis 2003 lag dieser Index durchschnittlich nur sehr knapp über 2%, was unter den genannten Umständen durchaus als ein Erfolg zu bezeichnen ist. Sie musste kurzfristige Preisentwicklungen erkennen, um die längerfristigen Preisentwicklungen dementsprechend steuern zu können. Zur Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität hat die EZB die wirtschaftlichen und monetären Trends ihres Zuständigkeitsraumes analysiert. Nach den Analysen hat die EZB die notwendigen geldpolitischen Instrumente eingesetzt und so die Preisstabilität im Euro-Währungsraum aufrechterhalten.

Die ersten fünf Jahre des Bestehens der EZB lassen sich in drei Phasen unterteilen. Betrachtet man die EZB-Schlüsselinssätze und den Tagesgeldsatz „EONIA“ in der folgenden Abbildung, so sieht man, dass die EZB von Anfang an versucht hat die Preisstabilität durch ihre Handlungen zu gewährleisten¹.

¹ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004) S.97

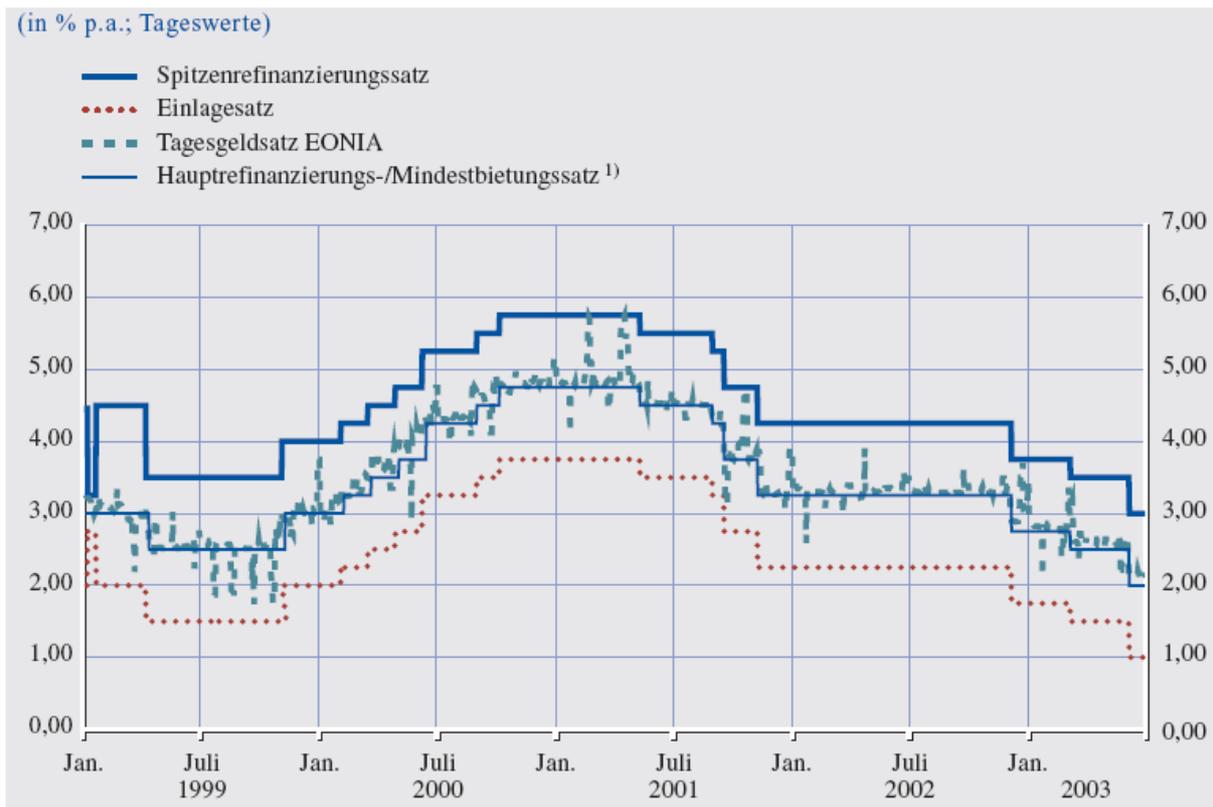


Abbildung 5, EZB-Schlüsselzinssätze „Quelle: EZB“

Aus der Abbildung kann man erkennen, dass der Spitzenrefinanzierungssatz, der Einlagesatz und der Hauptrefinanzierungssatz fast durchgehend parallel zueinander verlaufen, was darauf schließen lässt, dass die EZB nach jedem Beschluss alle drei Sätze fast immer im gleichen Ausmaß verändert haben muss. Bis auf ein paar wenige Ausreißer liegt der EONIA-Zinssatz immer sehr nah beim Hauptrefinanzierungssatz. Der EONIA-Zinssatz hat laut der Österreichischen Nationalbank folgende Definition:

„Der EONIA-Zinssatz ist ein gewichteter Durchschnitt aus unbesicherten Overnight-Zwischenbankausleihungen im gesamten Euro-Geldmarkt, das heißt auf einen Tag gerechnete Zwischenbankzinsen, die aus Zwischenbankeinlagen von repräsentativen Banken (EURIBOR Panel-Banken; das Panel wird derzeit aus 57 Banken gebildet, darunter 47 aus der Eurozone, 4 aus sonstigen EU-Ländern und 6 aus Banken außerhalb der EU), die sich durch aktive Teilnahme am Euro-Geldmarkt auszeichnen, berechnet werden. Dabei werden die jeweils 15 höchsten und tiefsten Werte eliminiert.“²

Wir werden uns nun die drei Phasen in den ersten Jahren des Bestehens der EZB etwas genauer ansehen.

² www.oenb.at [Zugriff am 30.04.2008]

8.2. Phase 1

Die erste Phase erstreckt sich von Jänner 1999 bis zum Sommer 1999. Als die EZB am Anfang des Jahres 1999 die Verantwortung für die Geldpolitik im Euro-Währungsraum übernahm, herrschte in ihrem Zuständigkeitsgebiet eine hohe Preisstabilität, was auf die Pflicht der Mitglieder der Währungsunion die Konvergenzkriterien zu erfüllen zurückzuführen ist. Die ersten Zinssätze zur Durchführung von Geschäften mit zugelassenen Geschäftspartnern wurden relativ niedrig angesetzt. So lagen der Hauptrefinanzierungssatz bei 3% der Spitzenrefinanzierungssatz bei 4,5% und der Zinssatz für Einlagenfazilitäten bei 2%. Im ersten Quartal des Jahres 1999 lag der Harmonisierte Verbraucherpreisindex bei knapp unter 1%, was das Wirtschaftswachstum bedrohte. Als Ursache für das geringere Wirtschaftswachstum wurde die Asienkrise von Ende 1997 gesehen. Der Bedarf an europäischen Produkten ging zurück. Außerdem war man der Ansicht, dass die schlechten Entwicklungen am Finanzmarkt nach der Russlandkrise im Sommer 1998 einen negativen Einfluss, in Form eines Vertrauensverlustes, auf die Marktteilnehmer hätten. Diese Faktoren wurden als eine Gefährdung der Preisstabilität angesehen.

Im gleichen Zeitraum deuteten allerdings einige Faktoren für eine Verbesserung der Situation. Der effektive Wechselkurs des Euro wanderte langsam nach unten, wodurch europäische Produkte für den Rest der Welt wieder etwas billiger wurden. Außerdem bewegten sich die Ölpreise seit Mitte Februar wieder allmählich nach oben und die Wachstumsrate für die Kreditvergabe an private Sektoren lag bei 10%. Wie wir aus der volkswirtschaftlichen Theorie wissen, steigt bei einer höheren Kreditvergaberate die Produktion an Güter in einem Markt und somit das Wirtschaftswachstum. Außerdem wird durch eine höhere Kreditvergabe Geld geschöpft und die Geldmenge wächst.

Das Wachstum der Geldmenge M3 lag in diesem Zeitraum über dem von der EZB festgelegten Referenzwert von 4,5%, jedoch glaubten die Menschen nicht, dass dies ein Risiko für die Preisstabilität darstellen würde.

Aufgrund der genannten Erkenntnisse beschloss der EZB-Rat am 8. April 1999 eine Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes um 50 Basispunkte auf 2,5% und senkte ebenfalls die Zinssätze der Spitzenrefinanzierungs- und Einlagenfazilität auf 3,5% bzw. 1,5%. Somit konnten sich die Geschäftspartner günstiger Geld borgen, aber erhielten weniger Zinsen für Geld, das sie bei den Banken anlegten. Diese Senkungen sollten als Vorsorgemaßnahme zur Sicherung der mittelfristigen Preisstabilität dienen³.

³ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.98

8.3. Phase 2

Die zweite Phase erstreckt sich vom Sommer 1999 bis zum Frühjahr 2001. Im Sommer 1999 hatte die EZB erkannt, dass das Wirtschaftswachstum im dritten und vierten Quartal des Jahres und sogar noch im Jahr 2000 erheblich schneller als zuvor steigen würde.

Der Ölpreis stieg in diesem Zeitraum aufgrund von Ereignissen auf der Angebotsseite sowie der Nachfrageseite erheblich in die Höhe. Außerdem schwächte sich der Euro-Wechselkurs weiter ab. Der für die Preisstabilität definierte maximale jährliche Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex von 2% wurde in diesem Zeitraum überschritten. Verglichen zum Wirtschaftswachstum war dieser Anstieg des HPVI nicht all zu hoch, doch machte sich die EZB Sorgen darüber, dass der von den Einfuhrpreisen ausgehende Inflationsdruck über das Lohn- und Preissetzungsverhalten zu Sekundäreffekten führen könnte. Beispielsweise wäre der Anstieg der langfristigen Inflationserwartungen der Öffentlichkeit ein möglicher Sekundäreffekt.

Das nächste Problem war das Geldmengenwachstum zwischen Ende 1999 und Anfang 2000. Es lag, wie man in der nächsten Abbildung sieht, deutlich über dem Referenzwert von 4,5%, bei 6%. Das deutete darauf hin, dass dem Markt schon reichlich Liquidität zur Verfügung stand. Das Wachstum der Kreditvergaberate an den privaten Sektor lag weiterhin bei 10%. Es war für die EZB an der Zeit geldpolitische Maßnahmen zu setzen um dem Markt wieder Liquidität zu entziehen. Aus diesem Grund wurden die Schlüsselzinssätze der EZB vom EZB-Rat zwischen November 1999 und Oktober 2000 in mehreren Schritten um insgesamt 225 Basispunkte erhöht. Somit wurde das borgen von Geld von den Zentralbanken für die Geschäftsbanken wieder teurer, aber sie konnten ihr Geld bei den Zentralbanken mit einer höheren Verzinsung anlegen. Diese Entwicklung wurde natürlich von den Geschäftsbanken in derselben Weise auf ihre Kunden übertragen.

Am Ende der zweiten Phase betragen die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und Einlagenfazilität bei 5,75% bzw. bei 3,75%. Im Juni 2000 hat die EZB bei ihren Hauptfinanzierungsgeschäften vom Mengentender auf Zinstender mit einem Mindestbietungssatz gewechselt. Dieser Mindestbietungssatz lag Ende 2000 bei 4,75%⁴.

⁴ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.100



Abbildung 6 „Quelle: EZB, M3 Wachstum und der Referenzwert“

Der Euro-Wechselkurs war seit Ende 1998 kontinuierlich zurückgegangen, was überhaupt nicht zum von der EZB verfolgten Image passte. Die EZB sollte eine Institution darstellen, die eine stabile Währung und stabile Preise gewährleistet. Man war außerdem der Ansicht, dass die andauernde Abwertung des Euros die Weltwirtschaft und den Euroraum negativ beeinflussen könnte. Deshalb traten am 22. September 2000 die EZB, die Federal Reserve und die Zentralbanken Japans, Kanadas und des Vereinigten Königreichs zusammen. Die genannten Zentralbanken beschlossen den Rückgang des Euro-Wechselkurses mit Hilfe konzentrierter Interventionen zu bekämpfen.

„In der Geldpolitik spricht man von Intervention, wenn die Zentralbank als Käufer oder Verkäufer von Währungen am Devisenmarkt auftritt, um den Wechselkurs zu beeinflussen“⁵

Die folgende Abbildung zeigt, dass die kontinuierliche Abwertung des Euro-Wechselkurses zum Schluss des Jahres 2000 ihr Ende gehabt hat. Außerdem kann man auf der Abbildung die Entwicklung des Ölpreises in den ersten Jahren des Bestehens der EZB verfolgen.

⁵ Wikipedia Online-Enzyklopädie [Zugriff am 30.04.2008]

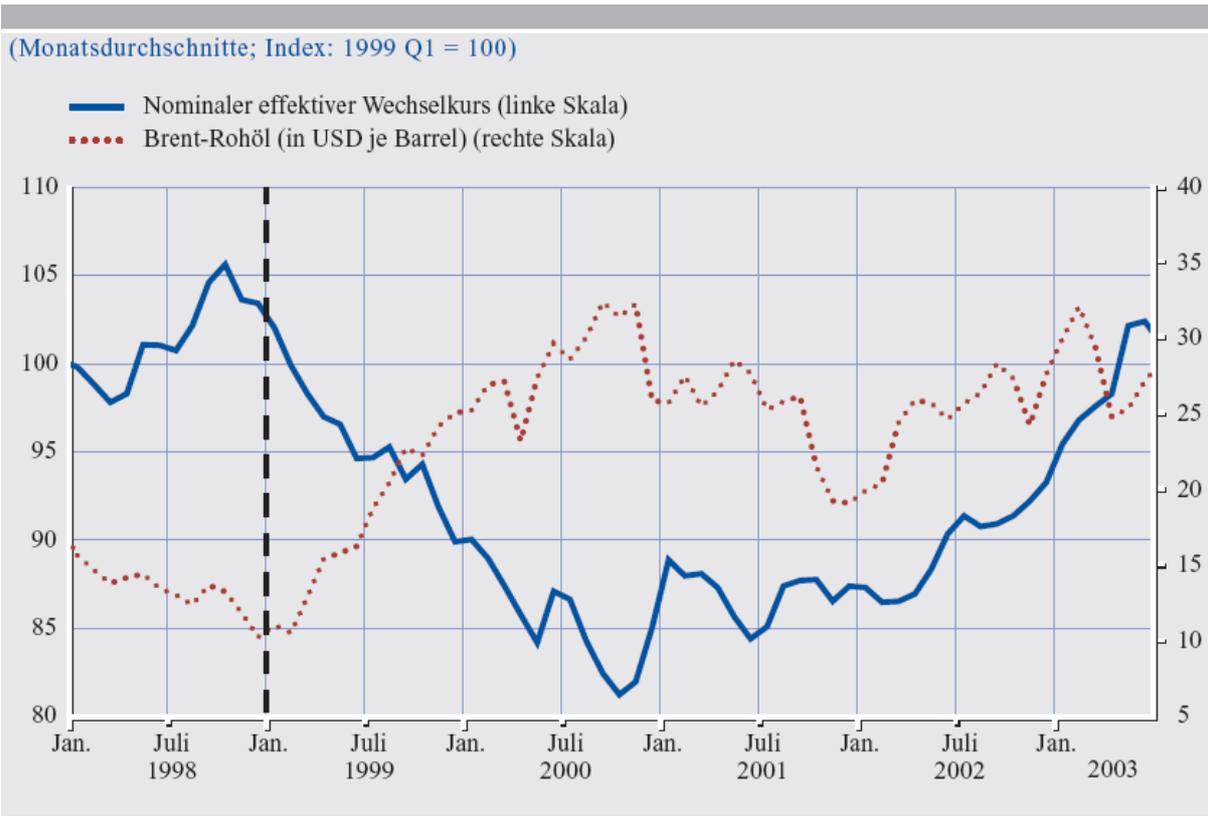


Abbildung 7 „Quelle: EZB, Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro und Ölpreise“

8.4. Phase 3

Die dritte Phase erstreckt sich vom Frühjahr 2001 bis Ende 2003. Wie man aus Abbildung 5 erkennen kann, wurden die Schlüsselzinssätze in dieser Periode laufend gesenkt, was eine große Aktivität der EZB signalisiert.

2001 kam es zu einer Erschütterung der Weltmärkte durch eine Reihe von Tierseuchen. Diese hatten zur Folge, dass die Nahrungsmittelpreise in die Höhe schossen und somit der HVPI im Mai 2001 seinen Höchststand erreichte. Außerdem kam es zu dieser Zeit zu einem hohen Lohnwachstum, wodurch ein höherer Druck auf die Inflation lastete. Dem Inflationsdruck entgegen wirkte die Verlangsamung des Geldmengenwachstums M3, da seit November 1999 die Schlüsselzinssätze systematisch gesteigert wurden. Die höheren Zinssätze hatten aber einen negativen Effekt auf die Jahreswachstumsrate der Kredite an den privaten Sektor⁶.

Wegen den schlechten Konjunkturaussichten und dem geringeren Druck auf die Inflation durch das verlangsamte Geldmengenwachstum beschloss die EZB am 10. Mai und am 30. August 2001 die Schlüsselzinssätze jeweils um 25 Basispunkte zu senken. Dies sollte die Wirtschaft wieder ankurbeln, doch am 11. September 2001 kam es in den USA zu Terroran-

⁶ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.102

schlägen, welche die weltwirtschaftliche Unsicherheit erhöhten und dadurch das Vertrauen der Wirtschaftsakteure senkten. Die Entscheidungsträger der EZB befürchteten, dass diese Ereignisse den Konjunkturabfall verstärken könnten. Um der Wirtschaft noch einen kleinen Ruck zu geben, senkte die EZB ihre Schlüsselzinssätze am 17. September 2001, nach Absprache mit der Federal Reserve und anderen Zentralbanken, um weitere 50 Basispunkte.

Nach den Senkungen der Schlüsselzinssätze wurde das Geldmengenwachstum wieder schneller, aber man war der Ansicht, dass die Beschleunigung nicht durch die Senkung der Schlüsselzinssätze erfolgt sei, sondern dass die Wirtschaftsakteure aufgrund der Unsicherheit auf den Finanzmärkten ihr Kapital von riskanten Anlageformen auf sichere liquidere Anlageformen umgeschichtet hätten. Diese Annahme, die sich als richtig erweisen sollte, ermöglichte es der EZB ihre Schlüsselzinssätze am 8. November 2001 erneut um 50 Basispunkte zu senken. Nun war man bei einem Zinssatz von 3,25% für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, 4,25% für Spitzenrefinanzierungsfazilitäten und 2,25% für Einlagenfazilitäten angelangt⁷.

Anfang 2002 hat die Unsicherheit unter der Bevölkerung nach den Anschlägen nachgelassen und dadurch wurde das Risiko für das Wirtschaftswachstum geringer. Das BIP-Wachstum erholte sich, doch wegen geopolitischen Spannungen im Nahen Osten stiegen die Ölpreise weiter an, wodurch das Wirtschaftswachstum in der zweiten Hälfte des Jahres 2002 wieder gebremst wurde.

2002 lag der HVPI weit über der Obergrenze von 2%. Als Grund wurden schlechte Witterungsverhältnisse, die sich auf die Nahrungsmittelpreise ausgewirkt haben sollen, angeben. Weitere Gründe waren die erwähnten Ölpreise und die Umstellung des Bargeldes im Währungsgebiet auf Euro.

Die Aufwertung des Euros ab dem Frühjahr 2002 verminderte den Inflationsdruck. Die Geldmenge M3 wuchs noch bis Anfang 2003 weiter. Als Ursache wurde immer noch die Umschichtung des Kapitals von riskanten Wertpapieren auf risikolose liquide Anlageformen angenommen. Man wollte dem schlechten Wirtschaftswachstum entgegenwirken und eine größere Anzahl von Kreditvergaben erzielen. Da das schnelle Geldmengenwachstum zu dieser Zeit kein Risiko für die Preisstabilität darstellte, entschied man sich die Schlüsselzinssätze zwischen Dezember 2002 und Juni 2003 um insgesamt 125 Basispunkte zu senken.

⁷ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.103

Im Juni 2003 betragen die Zinssätze für Hauptrefinanzierungsgeschäfte nur noch 2%, für Spitzenrefinanzierungsfazilitäten nur noch 3% und für Einlagenfazilitäten 1%⁸.

Wie die drei Phasen zeigen, musste die EZB in den ersten Jahren ihres Bestehens mit sehr turbulenten Entwicklungen umgehen. Trotzdem hat sie es geschafft die Preisstabilität, gemessen am HVPI, zufrieden stellend zu gewährleisten.

9. Schlussbemerkungen

Die Europäische Zentralbank ist eine sehr gut organisierte Institution, die mit ausgezeichneten Führungspersonen ausgestattet ist. Mit ihren rund 1100 Mitarbeitern leistet sie seit Jänner 1999 gute Arbeit. Die von der EZB gesetzten geldpolitischen Maßnahmen werden alle gut durchdacht und von erstklassigen Ökonomen berechnet. Wie die Vergangenheit zeigt, sind ihre geldpolitischen Instrumente sehr gut geeignet um die Preisstabilität in der mittleren Frist zu gewährleisten. Die verschiedenen Instrumente sind von der Anzahl ausreichend, da manche von ihnen bis jetzt noch nie eingesetzt wurden und manche nur sehr selten zum Einsatz kommen. Die Geldmenge wird durch die Erhöhung und Senkung der EZB-Schlüsselzinssätze erfolgreich manipuliert.

Durch die leicht erfüllbaren Teilnahmebedingungen hat die EZB von der Menge her immer ausreichend viele Geschäftspartner zum Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente zur Verfügung. Die Abwicklung der Geschäfte ist relativ unkompliziert und für jeden leicht durchschaubar. Durch den Einsatz der Tendersverfahren können Geschäfte zwischen den nationalen Zentralbanken und ihren Geschäftspartnern in einer sehr kurzen Zeit abgeschlossen werden.

Das Mindestreservesystem stellt, wie man im ersten Augenblick denkt, keine Belastung für die mindestreservepflichtigen Institute dar, da das System der Durchschnittserfüllung keinen täglichen Fixbetrag fordert. Außerdem werden für die mindestreservepflichtigen Einlagen Zinsen von Seiten der EZB bezahlt.

In den ersten Jahren ihres Bestehens konnte die EZB den Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr zwar nicht immer unter 2% halten, aber der Anstieg war auch nie gravierend darüber. Im Großen und Ganzen muss man sagen, dass die EZB hervorragende Arbeit leistet und ihrer Verantwortung bewusst ist.

⁸ vgl.: EZB: Die Geldpolitik der EZB (2004), S.104

10. Literaturverzeichnis

Konsolidierte Fassung des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft

Die Satzung der ESZB und der EZB

Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, EZB, 2006

Leitlinie der Europäischen Zentralbank, EZB, 31.08.2006

Die Geldpolitik der EZB, EZB, 2004

Geld und Geldpolitik, Deutsche Bundesbank 2007

Volkswirtschaftslehre, N. Gregory Mankiw, 1999

Volkswirtschaftslehre, Übersetzung der 15. Auflage, Paul A. Samuelson und William D. Nordhaus, 2001

Investitionen und Finanzierung 4. Auflage, Dr. Klaus Spremann, 1991

Wikipedia, Online Enzyklopädie

Wirtschaftslexikon24.net

Monatsbericht Januar 2005 der Deutschen Bundesbank, 2005

Monats- und Jahresberichte der Europäischen Zentralbank (www.ecb.de)

Amtsblatt der EU: Leitlinie der EZB (3. Februar 2005)

Webseite der Europäischen Zentralbank, www.ecb.eu

VERORDNUNG (EG) Nr. 1745/2003 DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK vom 12. September 2003

VERORDNUNG (EG) Nr. 2531/98 DES RATES vom 23. November 1998, Über die Auferlegung einer Mindestreservspflicht durch die Europäische Zentralbank

Die Einheitliche Geldpolitik in Stufe 3, EZB, 2000

Leitfaden für Magister und Diplomarbeiten, Mag. Markus Günther und Dr. Christian Stummer, Oktober 2007

11. Zusammenfassung der Diplomarbeit

Die Europäische Zentralbank (EZB) ist am 1. Juni 1998 entstanden und am 1. Jänner 1999 haben elf Staaten die Zuständigkeit ihrer nationalen Geldpolitik an die EZB übertragen. Heute sind schon 15 Staaten Mitglied der Europäischen Währungsunion. Die EZB und 27 nationale Zentralbanken der Europäischen Union bilden gemeinsam das Europäische System der Zentralbanken (ESZB). Die EZB wird vom Direktorium geführt, welches neben dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB noch aus vier weiteren Mitgliedern besteht. Im ESZB gibt es zwei Beschlussorgane; den EZB-Rat und den Erweiterten Rat der EZB. Zum EZB-Rat zählen das Direktorium und die Präsidenten der nationalen Zentralbanken jener Staaten, die der Währungsunion beigetreten sind. Der Erweiterte Rat der EZB besteht aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken jener Staaten, die Mitglied der EU aber nicht Mitglied der Währungsunion sind.

Das Eurosystem hat das Ziel die Preisstabilität im Euro-Währungsraum zu gewährleisten. Soweit das genannte primäre Ziel nicht beeinträchtigt wird, hat die das Eurosystem auch dafür zu sorgen, dass die Wirtschaft im Währungsgebiet gefördert wird. Unter Preisstabilität versteht man in diesem Zusammenhang, dass der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr nicht um mehr als 2% steigt. Die Preisstabilität soll mittelfristig gewährleistet werden. Preisstabilität hat folgende Vorteile: Effizientere Ressourcenallokation, Steigender Wohlstand, Verminderung der ineffizienten Anlageentscheidung, Verminderung von Verzerrungen der Steuer- und Sozialsysteme, Verminderung der Schuhsohlenkosten, Verminderung der willkürlichen Vermögens- und Einkommensverteilung und die Verminderung der Speisekartenkosten.

Die EZB versucht die Preisstabilität im Währungsraum, durch die Beeinflussung der vorhandenen Geldmenge, aufrecht zu halten. Die Geldmenge wird von der EZB in vier Geldmengenaggregate unterteilt. Hauptsächlich beeinflusst die EZB das Geldmengenaggregat M3. Es gibt verschiedene Ursachen für die Veränderung der Geldmenge. Eine wichtige Ursache ist der Geldschöpfungsprozess. Durch ausleihen von Geld durch die Geschäftsbanken wird die Geldmenge erhöht.

Zwei Möglichkeiten stehen der EZB zur Veränderung der Geldmenge zur Verfügung. Entweder kann die EZB Geld drucken oder sie macht Gebrauch von ihren geldpolitischen Instrumenten, womit sie dem Markt Liquidität zuführen oder entziehen kann. Die Quantitätstheorie des Geldes besagt, dass die primäre Ursache für die Inflation und somit der instabilen Preise

die unverhältnismäßige Steigung der Geldmenge ist. Deshalb versucht die EZB durch die Veränderungen ihrer Schlüsselzinssätze die Geldmenge zu steuern. Wenn sie die Zinssätze senkt, dann kann von der EZB günstig Geld geborgt werden und die Geldmenge erhöht sich. Wenn sie die Zinssätze erhöht, dann können ihre Geschäftspartner zu guten Konditionen Geld bei der EZB anlegen. Institute, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, dürfen Geschäfte mit der EZB bzw. mit den nationalen Zentralbanken abschließen. Die meisten Geschäfte werden dezentral über die nationalen Zentralbanken abgeschlossen.

Die EZB hat drei große geldpolitische Instrumente zur Verfügung. Durch sie verwirklicht sie ihre getroffenen geldpolitischen Maßnahmen. Die erste und wichtigste Gruppe stellen die Offenmarktgeschäfte dar. Mit Hilfe der Offenmarktgeschäfte kann die EZB die Liquidität des Marktes und Zinssätze steuern und Signale über den Verlauf des geldpolitischen Kurses setzen. Offenmarktinstrumente werden unterteilt in befristete Transaktionen, Emission von Schuldverschreibungen, endgültige Käufe bzw. Verkäufe, Devisenswapgeschäfte und in die Hereinnahme von Termineinlagen.

Die zweite große Gruppe der geldpolitischen Instrumente der EZB zur Gewährleistung der Preisstabilität einer Volkswirtschaft stellen die ständigen Fazilitäten dar. Es gibt zwei verschiedene Arten von ständigen Fazilitäten, welche die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagenfazilität sind. Sie dienen dazu Übernachtliquidität bereitzustellen oder zu absorbieren. Außerdem setzen sie Signale über den geldpolitischen Kurs des Eurosystems und bilden die Ober- und Untergrenze für Tagesgeldsätze.

Die Mindestreserven stellen das dritte große geldpolitische Instrument des Eurosystems dar. Mindestreservspflichtige Institute müssen laut Artikel 19.1 der ESZB Satzung und laut Verordnung der EZB für bestimmte Positionen ihrer Bilanz eine Mindestreserve auf ihren Konten bei den nationalen Zentralbanken halten. Das Mindestreservesystem erfüllt die Funktion der Herbeiführung einer strukturellen Liquiditätsknappheit und die Funktion der Stabilisierung der Geldmarktsätze.

Die EZB erfüllt ihre Aufgabe der Gewährleistung der Preisstabilität relativ gut, obwohl sie in den ersten Jahren ihres Bestehens mit schwierig zu bewertenden Einflüssen auf die Wirtschaft zu kämpfen hatte und den definierten Anstieg des HVPI nicht genau einhalten konnte.

Lebenslauf

Name: Osman SAGLAM

Geburtsdaten: 28.10.1981
Karasu-Türkei

Staatbürgerschaft: Österreich

Familienstand: Ledig

Präsenzdienst: Abgeleistet bei der Garde in Wien

Führerschein: Gruppe B

Schulbildung: 4 Jahre Volksschule Märzstraße, 1140 Wien
5 Jahre Gymnasium Diefenbachgasse, 1150 Wien
5 Jahre Bundeshandelsakademie Maygasse, 1130 Wien
Student der Internationalen Betriebswirtschaft, Spezialisierungen: Banking und Finanzdienstleistungen

Berufserfahrung: 2 Monate Sommerjob in der Zentrale von Möbel Ludwig
3 Monate Sommerjob als Kellner
2 Jahre Interviewer bei Triconsult Meinungsforschung
6 Monate Zusteller bei „Pizza Flitzer“
1 Monat Urlaubsvertretung im Büro der „Bäckerei Hafner“
2 Monate Sommerjob bei Firma Santech GmbH
9 Monate Samstagskraft im Verkauf von Möbel Ludwig
2 Monate Sommerjob bei Acar Montage KEG
Seit Juli 2007 Organisationsmitarbeiter der DenizBank AG

Sprachkenntnisse: Deutsch, Englisch, Spanisch und Türkisch

Computerkenntnisse: Perfekt: MS-Word, MS-Excel, MS-PowerPoint
Gut: MS-Access, HTML, AS 400, PHP

Hobbies: Radfahren, Fußball Basketball, Volleyball, Fitnesscenter, Schwimmen, Kino,

Wien, im Mai 2008