

## **Fed versus Eurosystem: Institutionelle und strategische Aspekte**

*Franz Seitz*

### **I. Einleitung<sup>1</sup>**

Zum 1.1.1999 ging die geldpolitische Verantwortung in der Europäischen Währungsunion (EWU) auf das Eurosystem über. Seither konzentriert sich das geldpolitische Augenmerk weltweit zunehmend auf zwei Zentralbanken: das *Eurosystem* und das *Federal Reserve System* (Fed). Der vorliegende Beitrag analysiert in diesem Zusammenhang die eher längerfristigen Aspekte der institutionellen Struktur, der Aufgabenstellung und der geldpolitischen Strategie in vergleichender Weise.<sup>2</sup> Er ist folgendermaßen gegliedert: Abschnitt 2 befasst sich mit der Aufgabenstellung und Entscheidungsstruktur der beiden Zentralbanken. Besonderes Augenmerk wird dabei auf den Zentralisationsgrad der Entscheidungsprozesse gelegt. In Kapitel 3 erfolgt eine Diskussion der Ziele und der Stellung der Zentralbanken innerhalb des politischen Entscheidungsspektrums. Daran anschließend wird auf die Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie eingegangen (Abschnitt 4). Das letzte Kapitel fasst die wichtigsten Ergebnisse zusammen und zieht ein kurzes Resümee.

### **II. Aufbau und Entscheidungsstruktur<sup>3</sup>**

Der Begriff ‚Eurosystem‘ findet sich nicht in den vertraglichen Grundlagen (Verträge von Maastricht bzw. von Amsterdam einschließlich der Protokolle). Dort wird ausschließlich vom Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) gesprochen. Dieses

---

<sup>1</sup> Ich danke I. ANGELONI (EZB), U. BINDSEIL (EZB), D. BLENCK (EZB), M. GOODFRIEND (Federal Reserve System), C. GOODHART (London School of Economics), E. GÖRGENS (Universität Bayreuth), B. HAYO (Universität Essen), K. KUTTNER (Federal Reserve System), K. RUCKRIEGEL (FH Nürnberg), R. PORTER (Federal Reserve System), A. SCHWARTZ (NBER), D. THORNTON (Federal Reserve System), J. von HAGEN (ZEI, Bonn), A. WOLL (Universität Siegen), K. WESCHE (Universität Bonn), M.A. WYNNE (Federal Reserve System) sowie einem anonymen Gutachter für wertvolle Hinweise.

<sup>2</sup> Zu alternativen Vergleichen siehe EIJJINGER (2002), RUCKRIEGEL/SEITZ (2002), DE NEDERLANDSCHE BANK (2001), BLENCK ET AL. (2001), FASE / VANTHOOR (2000) und GOODFRIEND (2000). Die Politik des Fed in den letzten Jahrzehnten analysieren IRELAND (2000) und COOPER/LITTLE (2000). Eine Darstellung der Geldpolitik unterschiedlicher Zentralbanken vor der EWU findet sich in BERANKE / MISHKIN (1992). Und die Wirtschafts- und Finanzstruktur wird vergleichend beschrieben in EZB (2001a).

<sup>3</sup> Zu den institutionellen Aspekten des Eurosystems im einzelnen siehe GÖRGENS ET AL. (2001), Kapitel II.1.

besteht aus den rechtlich selbständigen nationalen Zentralbanken (NZBen) aller EU-Mitgliedstaaten (aktuell 15) und der rechtlich selbständigen Europäischen Zentralbank (EZB). Die EZB wurde am 1. Juni 1998 als gemeinsames Tochterinstitut der nationalen Zentralbanken mit Sitz in Frankfurt/Main errichtet. Der Terminus ‚Eurosystem‘ wurde zu Beginn der 3. Stufe der EWU (1.1.1999) vom EZB-Rat eingeführt, um die Teile des Europäischen Systems der Zentralbanken zu bezeichnen, die für die Geldpolitik im Euroraum zuständig und verantwortlich sind.<sup>4</sup> Ihm gehören neben der EZB also nur die nationalen Zentralbanken der an der Währungsunion teilnehmenden Länder an.

Das Eurosystem trägt die alleinige Verantwortung für die Geldpolitik in der Währungsunion. Die EZB ist das ‚Herzstück‘ des Eurosystems. Sie ist verantwortlich dafür, dass alle Aufgaben des Eurosystems entweder durch ihre eigene Tätigkeit oder durch die nationalen Zentralbanken erfüllt werden. Die nationalen Zentralbanken sind dabei der EZB funktional untergeordnet, „womit sichergestellt wird, dass das Eurosystem mit Blick auf die Umsetzung der Ziele des EG-Vertrages als Einheit effizient agieren kann. (...) Als integrale Bestandteile des Eurosystems stellen die nationalen Zentralbanken die operativen Organe des ESZB dar und führen die dem Eurosystem übertragenen Aufgaben gemäß den von der EZB festgelegten Regeln aus.“<sup>5</sup>

Für das Eurosystem gilt also der Grundsatz ‚zentrale Entscheidungsfindung – dezentrale Ausführung‘. Dabei besagt das Dezentralitätsprinzip, dass die Durchführung der geldpolitischen Geschäfte bei den nationalen Zentralbanken liegt, soweit dies möglich und sachgerecht ist. Dezentralität ist aber nicht mit Eigenständigkeit in der Organisation der Verfahrensabläufe gleichzusetzen, da eine einheitliche Geldpolitik auch einer weitgehend einheitlichen Umsetzung bedarf.<sup>6</sup> Im Gegensatz zur EZB und den NZBen haben das Eurosystem bzw. das ESZB keine eigene Rechtspersönlichkeit und keine eigenen Beschlussorgane. Das Eurosystem bzw. das ESZB werden daher von den Beschlussorganen der EZB (EZB-Rat, Erweiterter Rat, Direktorium) geleitet.

Zentrales Entscheidungsorgan des Eurosystems ist der EZB-Rat. Er besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB, den (vier) weiteren Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Staaten, die an der Währungsunion teilnehmen. Die Amtszeit des Präsidenten der EZB beträgt acht Jahre.<sup>7</sup> Grundsätzlich gilt dies auch für die übrigen Mitglieder des Direktoriums der EZB. Um zu verhindern, dass sämtliche Organmitglieder zur selben Zeit ausscheiden, wurden für diese bei der ersten Bestellung zeitlich gestaffelte Amtszeiten festgelegt.

---

<sup>4</sup> Vgl. EZB (1999a), S.7.

<sup>5</sup> EZB (1999c), S. 61, 66f.

<sup>6</sup> Der Grad der Dezentralität im Hinblick auf die Beschäftigtenstruktur im ESZB und im Fed wird analysiert von EIJFFINGER (2002).

<sup>7</sup> „Diese Vorschriften über die zwingend vorgeschriebene Amtszeit dienen der Gewährleistung der Unabhängigkeit des ESZB. (...) Nicht zuletzt auch in Anbetracht dieser Zielsetzung der Vorschriften über die Bestelldauer erscheint es gemeinschaftsrechtlich bedenklich, daß – wie bei der erstmaligen Bestellung des EZB-Präsidenten geschehen – eine Ernennung erst nach Maßgabe einer Absichtserklärung über einen vorzeitigen Rücktritt erfolgt.“ SCHWARZE (2000), S. 1308.

Mitglieder des Direktoriums der EZB werden nur für eine Amtszeit ernannt, d.h. eine Wiederernennung ist nicht zulässig. Die Amtszeit der Präsidenten der NZBen sowie der übrigen Mitglieder der Beschlussorgane der nationalen Zentralbanken muss mindestens fünf Jahre betragen. Die Präsidenten der NZBen werden von den jeweils in den einzelnen Ländern dafür zuständigen Stellen berufen. In Deutschland erfolgt die Ernennung durch den Bundespräsidenten auf Vorschlag der Bundesregierung. Die Mitglieder des EZB-Direktoriums werden durch die Staats- und Regierungschefs der teilnehmenden Mitgliedstaaten einvernehmlich ernannt.

Beschlüsse des EZB-Rates benötigen die einfache Mehrheit der persönlich anwesenden Mitglieder, wobei jedes Mitglied über eine Stimme verfügt. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Präsidenten der EZB den Ausschlag. Eine Ausnahme bilden Entscheidungen über das EZB-Kapital, über die Beiträge der nationalen Zentralbanken zu den Währungsreserven der EZB sowie über Fragen der Gewinnverteilung im Eurosystem. Hier werden die Stimmen nach den (voll eingezahlten) Kapitalanteilen gewichtet. Direktoriumsmitglieder sind bei diesen Fragen nicht stimmberechtigt.

Die bisherige Konstruktion des EZB-Rates, wonach jeder NZB-Präsident Sitz und Stimme hat, dürfte im Zuge der EU-Erweiterung und damit später auch einer entsprechenden Ausweitung des Euro-Währungsraumes größtenbedingt bald an Grenzen stoßen.<sup>8</sup> Aufschlussreich ist in diesem Zusammenhang die Zusammensetzung des ‚*Federal Open Market Committee*‘ (FOMC), des maßgeblichen geldpolitischen Entscheidungsgremiums des Federal Reserve Systems (Fed) in den USA. Dem FOMC gehören die sieben Mitglieder des ‚*Board of Governors*‘ (etwa vergleichbar mit den Mitgliedern des Direktoriums der EZB) und der Präsident der Federal Reserve Bank (FRB) von New York als ständige Mitglieder an. Der Präsident der FRB of New York hat deshalb einen ständigen Sitz im FOMC, weil bis auf die Diskontpolitik nur diese verantwortlich für die Durchführung der geldpolitischen Operationen des Fed (Offenmarktgeschäfte, ggf. Devisenmarktinterventionen) ist.

Von den restlichen elf Präsidenten der FRBs haben nur jeweils vier Stimmrecht, wobei ein Wechsel in jährlichem Rhythmus erfolgt. Unbeschadet der Frage des Stimmrechtes nehmen aber alle Präsidenten der FRBs an den im sechswöchigen Turnus stattfindenden Sitzungen<sup>9</sup> und Diskussionen des FOMC teil und informieren insbesondere jeweils über die wirtschaftliche Situation in ihren Distrikten. Diese regionalen Wirtschaftsanalysen

---

<sup>8</sup> Die Frage der theoretisch optimalen institutionellen Struktur einer unabhängigen supranationalen Zentralbank in einer Währungsunion wird von HEFEKER (2001) diskutiert.

<sup>9</sup> Der EZB-Rat hingegen tagt alle 2 Wochen, wobei allerdings gemäß einer Mitteilung der EZB auf der Pressekonferenz vom 8.11.2001 eine Diskussion des geldpolitischen Kurses (‚*Monetary Policy Stance*‘) generell nur in der ersten Sitzung im Monat stattfindet. In außergewöhnlichen Fällen kann der EZB-Rat kurzfristig, d.h. auch zwischen den offiziellen Sitzungen, Entscheidungen mit Hilfe von Telefon- bzw. Videokonferenzen treffen. Das FOMC hat seinem ‚*Chairman*‘, z. Zt. also ALAN GREENSPAN, hingegen das Recht übertragen, zwischen den Sitzungen Zinsentscheidungen zu treffen, ohne das FOMC vorher konsultieren zu müssen. Diese Möglichkeit nimmt der Chairman aber normalerweise nicht wahr. Das Vorgehen entspricht also de facto dem des EZB-Rates.

werden vor den Sitzungen auch veröffentlicht (sog. ‚*Beige Book*‘). Das Fed publiziert darüber hinaus im Gegensatz zur EZB auch die Protokolle der FOMC-Sitzungen.<sup>10</sup>

Das Federal Reserve System wurde 1913 gegründet. Es besteht aus dem ‚*Board of Governors*‘ und zwölf regionalen ‚*Federal Reserve Banks*‘. Bis zum Jahre 1935 lag der maßgebliche Einfluss bei den FRBs. Das entscheidende geldpolitische Instrument zur damaligen Zeit, der Diskontsatz, wurde von jeder FRB selbständig festgesetzt.<sup>11</sup> In den 20er Jahren wurde das Instrument der Offenmarktpolitik ‚entdeckt‘, von den einzelnen FRBs aber unterschiedlich intensiv genutzt.<sup>12</sup> 1933 wurde zwar das *Federal Open Market Committee* (FOMC) gegründet. Es konnte aber nur Empfehlungen geben. Die letzte Entscheidung trafen die einzelnen FRBs.<sup>13</sup> Um die Geldpolitik zu vereinheitlichen und gesamtstaatlich auszurichten kam es 1935 zu einer grundlegenden Reform des Fed. Die Offenmarktpolitik wurde nun in die Verantwortung des FOMC gelegt und der Einfluss der FRBs im FOMC wurde beschnitten, so dass nun die *Mitglieder des Board of Governors* die Mehrheit hatten.<sup>14</sup> Die Mitglieder des *Board of Governors* werden vom Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt und vom Senat bestätigt. Ihre Vertragslaufzeit beträgt 14 Jahre; eine Wiederernennung ist nicht möglich.<sup>15</sup> Die Gouverneure müssen aus unterschiedlichen Federal Reserve Distrikten (regionale Zuständigkeitsbereiche der einzelnen FRBs) stammen, damit einzelne Regionen nicht überrepräsentiert sind. Auch der Vorsitzende des *Board of Governors* („*Chairman of the Board of Governors*“) und der stellvertretende Vorsitzende („*Vice Chairman*“) werden vom Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt und vom Senat bestätigt. Sie haben eine Amtsdauer von 4 Jahren. Die Kandidaten für diese Positionen müssen entweder bereits dem Board angehören

---

<sup>10</sup> Eine Diskussion der Problematik der Veröffentlichung der EZB-Rats-Protokolle findet sich in ISSING ET AL. (2001), Kap. 9. Die dezentrale Struktur des FOMC und des EZB-Rates werden als die Transparenz des jeweiligen Zentralbanksystems erhöhend betrachtet, vgl. GREEN (2001).

<sup>11</sup> „*The principal tool of monetary policy was intended to be the discount rate, which was set and operated independently by each Reserve Bank, although the Board invested with some authority to review discount policy.*“ MEADE / SHEETS (1999), S. 55.

<sup>12</sup> Vgl. HUMPHREY (2001), S. 84-86; WHEELLOCK (2000), S. 249-251.

<sup>13</sup> „*The individual Reserve Banks began, during the 1920s, to engage actively in sales and purchases of government securities. This activity was uncoordinated and, in particular instances, disrupted the market for government securities. Over time, a few of the Reserve Banks began to coordinate their purchases and sales. The Banking Act of 1933 formalized the FOMC as an entity, consisting of the twelve Reserve Bank Governors and the members of the Board in Washington. The FOMC could „initiate and recommend“ policies, but final decisionmaking power rested with the Board. However, a Board decision was nonbinding in that Reserve Banks refuse to participate.*“ MEADE / SHEETS (1999), S. 55.

<sup>14</sup> Vgl. MEADE / SHEETS (1999), S. 55f; FRIEDMAN / SCHWARTZ (1963), S. 445-449. Allerdings erbrachten neuere Forschungsarbeiten, dass auch im Fed regionale Gesichtspunkte, speziell die regionale Arbeitsmarktentwicklung, beim Abstimmungsverhalten im FOMC, und zwar vor allem von den Board-Mitgliedern, eine Rolle spielen, vgl. MEADE / SHEETS (2002).

<sup>15</sup> „*After serving a full term, a Board member may not be reappointed. If a member leaves the Board before his or her term expires, however, the person appointed and confirmed to serve the remainder of the term may later be reappointed to a full term.*“ BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 4.

oder gleichzeitig als Governors berufen werden.<sup>16</sup> Die 12 Federal Reserve Banks sind jeweils für einen bestimmten Distrikt zuständig. Ursprünglich wiesen die 12 Distrikte jeweils ein Bruttoinlandsprodukt in etwa derselben Größenordnung auf. Die Distrikte waren nicht zwangsläufig identisch mit Staatsgrenzen. Die jeweiligen Sitze der FRBs in den einzelnen Distrikten wurden nach der politischen bzw. wirtschaftlichen Bedeutung der einzelnen Städte vergeben. Seit Gründung des Fed haben sich allerdings die einzelnen Distrikte wirtschaftlich unterschiedlich entwickelt.

Die Präsidenten der FRBs werden von den Direktoren der FRBs ernannt. Hierzu bedarf es allerdings der Zustimmung durch das *Board of Governors*. Im Eurosystem ist die Berufung der nationalen Zentralbankpräsidenten hingegen allein eine Angelegenheit des jeweiligen Landes, d.h. eine Zustimmung des Direktoriums der EZB ist nicht notwendig. Jede FRB hat 9 Direktoren, wovon 6 von den Mitgliedsbanken, die formal Eigentümer der FRBs sind, gewählt und 3 vom *Board of Governors* ernannt werden. Von den 6 von den Mitgliedsbanken gewählten Direktoren stammen 3 aus dem Bankenbereich und 3 aus dem Nichtbankenbereich. Die FRBs wickeln das operative Geschäft des Fed ab, analysieren und berichten über die regionale Wirtschaftsentwicklung, und erläutern in ihrem Distrikt den Kurs der Geldpolitik.<sup>17</sup> Ihre Präsidenten und die Forschungsabteilungen der FRBs tragen maßgeblich mit zur geldpolitischen Willensbildung bei.<sup>18</sup>

Tab. 1: Verteilung der BIP-Anteile auf die Fed-Distrikte im Vergleich zur Verteilung der BIP-Anteile auf die einzelnen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsraums

Anteil am nominalen BIP (1999) in %	Fed Distrikte	EWU-Länder
0 - 5	1	7
5-10	10	2
10-15	-	-
15-20	1	1
20-30	-	1
> 30	-	1
Gesamtzahl	12	12
BIP gesamt (in Mrd €)	10.015	6.168

Quelle: FASE / VANTHOOR (2000), S. 66f.

<sup>16</sup> Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 4.

<sup>17</sup> Faktisch ist bis auf die Diskontpolitik nur die Federal Reserve Bank of New York verantwortlich für die Durchführung der Geldpolitik des Fed.

<sup>18</sup> Vgl. MINEHAN (2000), S. 174.

Im Gegensatz zum Fed, bei dessen Gründung im Jahre 1913 die einzelnen FRB-Distrikte ein ähnliches wirtschaftliches Gewicht aufwiesen, existieren beim Eurosystem von Haus aus gravierende Unterschiede in der wirtschaftlichen Bedeutung der einzelnen Mitgliedstaaten. Diese Unterschiede sind weitaus größer als diejenigen zwischen den einzelnen Fed-Distrikten (siehe *Tab. 1*) und auch größer als diejenigen im früheren Bundesbanksystem.<sup>19</sup>

Für eine erfolgreiche Geldpolitik ist dies unproblematisch, sofern sich die geldpolitischen Entscheidungen im EZB-Rat am Euroraum insgesamt orientieren, d.h. ihnen gewichtete Durchschnittsgrößen zugrunde liegen. Da im Zuge einer Erweiterung der Mitgliedstaaten der Währungsunion auch eine Änderung des Abstimmungsverfahrens im EZB-Rat geboten erscheint, wäre es im Sinne einer ‚Entnationalisierung der Geldpolitik‘ überlegenswert, das Abstimmungsverfahren so umzugestalten, dass im EZB-Rat die Stimmen der Vertreter des Direktoriums überwiegen.<sup>20</sup> Damit könnte bereits institutionell eine Ausrichtung der Geldpolitik am Euroraum insgesamt verankert werden.<sup>21</sup> Allerdings setzt dies voraus, dass sich die Mitglieder des Direktoriums der EZB bei ihren Entscheidungen auch am Euroraum insgesamt und nicht an einzelnen Ländern orientieren. Zu entscheiden wäre dann über die Bedeutung der Präsidenten der NZBen im Abstimmungsprozess. Vorstellbar wären hier ein Rotationsprinzip nach Vorbild des FOMC oder eine Gewichtung der Stimmen der EZB-Ratsmitglieder. Zwangsläufig stellt sich auch die Frage, ob ggf. manche Länder ständig einen stimmberechtigten Vertreter im EZB-Rat haben bzw. ob Ländergruppen mit jeweils nur einem stimmberechtigten Vertreter im EZB-Rat gebildet werden (analog der Reform der Landeszentralbankbezirke im Bundesbanksystem nach der Wiedervereinigung). Sollte sich – wie zu erwarten – eine Änderung des Abstimmungsverfahrens zugunsten des Direktoriums politisch nicht durchsetzen lassen – es zeichnet sich ab, dass an einem Verhältnis von 2:1 (Nationale Zentralbankpräsidenten : Direktoriumsmitglieder) festgehalten werden soll –,<sup>22</sup> ist jedoch zumindest darauf zu achten, dass nicht eine Mehrheit von kleinen Ländern (mit

---

<sup>19</sup> Vgl. DE HAAN ET AL. (2000). Diese Autoren vergleichen das Risiko der Dominanz nationaler Gesichtspunkte in den Abstimmungen im EZB-Rat im Fall asynchroner Konjunkturzyklen und unterschiedlicher nationaler Präferenzen mit dem früheren Bundesbanksystem.

<sup>20</sup> „Europe may do well to heed the Fed’s history. Much more decentralized in structure and in operational responsibilities than the Fed, the ESCB must avoid any tendency to promote the national economic situation or national financial market at the expense of the area as a whole.“ MEADE / SHEETS (1999), S. 66; zu weiteren Reformvorschlägen vgl. FRITZ (2001). AKSOY ET AL. (2002) arbeiten theoretisch und mit Hilfe von Simulationen heraus, dass eine Entscheidungsregel im EZB-Rat mit Dominanz der Stimmen des Direktoriums unter Wohlfahrtsgesichtspunkten die gegenüber anderen Regelungen überlegene ist.

<sup>21</sup> In Nizza (Dezember 2000) wurde vereinbart, eine Ermächtigungsklausel für eine vereinfachte Änderung des Abstimmungsverfahrens im EZB-Rat aufzunehmen. Die Entscheidung über eine Änderung des Abstimmungsverfahrens trifft der Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs einstimmig auf Empfehlung der EZB bzw. der EU-Kommission. Sie muss von den Mitgliedstaaten gemäß ihren nationalen verfassungsrechtlichen Vorschriften ratifiziert werden. Vgl. DEUTSCHE BUNDESBANK (2001), S. 18.

<sup>22</sup> Vgl. hierzu BHF-BANK (2002).

ihren Interessen) die geldpolitischen Entscheidungen bestimmen kann. Es kristallisiert sich daher auch der Vorschlag heraus, dass die stimmberechtigte Gruppe immer etwa zwei Drittel der EWU-Wirtschaftsleistung und Bevölkerung repräsentieren soll. Bezieht man das BIP und die Bevölkerungszahl jeweils zur Hälfte mit in die Berechnung ein, dann kommen Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien auf etwa 56 %. Geht man von dem Verhältnis von 2:1 aus, dann verbleiben für die übrigen Länder nur 8 Sitze. Während nur ein Teil der nationalen Zentralbankpräsidenten stimmberechtigt sein wird, ist allerdings unstrittig, dass alle - ähnlich wie beim FOMC - an den Sitzungen und Diskussionen des EZB-Rates teilnehmen.

Gemäß Artikel 29 der Satzung des ESZB und der EZB bestimmt sich der Anteil am Kapital der EZB (derzeit nominal 5 Mrd. €), der auf die einzelnen NZBen entfällt, zu je 50 Prozent nach dem Anteil des jeweiligen Mitgliedstaates an der Bevölkerung und am BIP der Gemeinschaft. Die Gewichtsanteile werden alle fünf Jahre überprüft, sofern nicht bereits zwischenzeitliche Beitritte zur EU eine Revision nötig machen. Der EZB-Rat ist auch ermächtigt, das Kapital um bis zu weitere 5 Mrd. € aufzustocken. Auf der Basis aller 15 EU-Mitgliedsländer entfiel auf die Deutsche Bundesbank danach ein Kapitalanteil von 24,49 %. Da aber zur Zeit nur 12 Länder der Währungsunion und damit dem Eurosystem angehören und nur diese Länder ihren entsprechenden Kapitalanteil voll eingezahlt haben, ist der Anteil der Deutschen Bundesbank am voll eingezahlten Kapital der EZB höher (gut 30 %, siehe *Tab. 2*).

Wichtig ist der Anteil am voll eingezahlten Kapital unter anderem deshalb, weil sich die Verteilung der um die Zinszahlungen auf Einlagen der Kreditinstitute (im Wesentlichen also auf Mindestreserveguthaben) verminderten monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken und des Nettogewinns der EZB nach den voll eingezahlten Anteilen am Kapital der EZB richten. Bei den monetären Einkünften der nationalen Zentralbanken (der sog. *Seigniorage*) handelt es sich um Einnahmen aus Vermögenswerten, die nationale Zentralbanken als Gegenposten zum Banknotenumlauf und zu ihren Verbindlichkeiten aus Einlagen der Kreditinstitute halten. Da diese Einlagen im Wesentlichen der Erfüllung der Mindestreserve dienen und somit verzinst werden, rühren die Einkünfte des Eurosystems maßgeblich von den (verzinsten) Gegenposten des (unverzinsten) Banknotenumlaufs her. Da aber die Anteile der einzelnen NZBen des Eurosystems am gesamten Banknotenumlauf nicht identisch sind mit den jeweiligen Kapitalanteilen, kommt es – verglichen mit dem Zeitraum von 1999-2001, als die Seigniorage-Einkünfte nicht zusammengelegt und verteilt wurden – durch die im Art. 32.5 vorgesehene Regelung zu Seigniorage-Umverteilungseffekten im Eurosystem.<sup>23</sup> Um diese abzufedern hat der EZB-Rat Ende 2001 eine Übergangsregelung beschlossen. Diese sieht vor, erst 2008 vollkommen zu einer Verteilung der monetären Einkünfte nach den eingezahlten Kapi-

---

<sup>23</sup> So betrug etwa Anfang 1999 der Anteil der DM an den gesamten ausgegebenen Banknoten des Eurosystem 37 %, der Anteil am voll eingezahlten Kapital jedoch nur 31 % (nach Beitritt Griechenlands beträgt er seit dem 1.1.2001 nur noch gut 30%).

talanteilen überzugehen.<sup>24</sup> Den NZBen dienen diese Einnahmen zur Finanzierung ihrer Ausgaben bzw. zur Erzielung eines Gewinnes, der i.d.R. an den staatlichen Eigner ausgeschüttet wird. Die Deutsche Bundesbank etwa führt ihre Gewinne an den Bund ab. In den USA fließen die Gewinne des Fed der Bundesregierung (US-Treasury) zu.

Prinzipiell garantiert der EZB-Rat die erforderliche Einheitlichkeit der Geldpolitik. Die Ausführung der geldpolitischen Beschlüsse liegt bei der EZB im Zusammenwirken mit den nationalen Zentralbanken, deren umfassende Erfahrungen damit genutzt werden können. Dem Direktorium der EZB obliegt die Ausführung der Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rates. Es erteilt hierzu die notwendigen Weisungen an die nationalen Zentralbanken.

Tab. 2: Anteile der zum Euro-Währungsraum gehörenden Zentralbanken am (voll) eingezahlten Kapital der EZB

Anteilseigner	Prozent (gerundet)
Deutsche Bundesbank	30,2
Banque de France	20,8
Banca d'Italia	18,4
Banco de España	11,0
De Nederlandsche Bank	5,3
Banque Nationale de Belgique	3,5
Österreichische Nationalbank	2,9
Bank von Griechenland	2,5
Banco de Portugal	2,4
Suomen Pankki	1,7
Central Bank of Ireland	1,0
Banque Centrale du Luxembourg	0,2

Quelle: EZB (1999b), S. 128; eigene Berechnungen. Anmerkung: Die 12 nationalen Zentralbanken des Eurosystems halten zusammen 81 % des EZB-Kapitals von 5 Mrd. € die restlichen 19 % haben die Zentralbanken von Dänemark, Schweden und des Vereinigten Königreichs gezeichnet, aber nur 5 % des auf sie entfallenden Grundkapitals von 950 Mio. € eingezahlt.

<sup>24</sup> Vgl. EZB (2001c). Während einer Übergangszeit von 2002 bis Ende 2007 werden die unter den NZBen zu verteilenden Einkünfte so angepasst, dass die Unterschiede zwischen dem Durchschnittswert der im Zeitraum Mitte 1999 bis Mitte 2001 im Umlauf befindlichen Banknoten jeder nationalen Zentralbank und dem Durchschnittswert der Banknoten, die ihnen nach dem Kapitalschlüssel zugeteilt worden wären, berücksichtigt wird. Diese Anpassung wird bis Ende 2007 in jährlichen Schritten zurückgeführt.



Solange nicht alle EU-Mitgliedstaaten der Währungsunion beitreten, fungiert als beratendes Gremium noch ein ‚Erweiterter Rat‘, der aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten aller nationalen Zentralbanken der EU besteht. Der Erweiterter Rat verfügt über keine geldpolitischen Kompetenzen, er soll vorrangig die geldpolitische Koordinierung verstärken. Ihm kommt ferner die Aufgabe zu, die Funktionsweise des neuen Wechselkursmechanismus EWS II zu überwachen.

### III. Hauptaufgabe(n) und Stellung

Nach Artikel 3 des Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB sind die grundlegenden Aufgaben des Eurosystems die Festlegung und Durchführung der Geldpolitik in der EWU, die Durchführung der Devisengeschäfte, die Verwaltung der offiziellen Währungsreserven und das reibungslose Funktionieren des Zahlungsverkehrs. Ferner unterstützt das Eurosystem die zuständigen (nationalen und internationalen) Behörden auf dem Gebiet der Bankenaufsicht und der Stabilität des Finanzsystems. Die Aufgaben des Fed sind vergleichbar mit denjenigen des Eurosystems (und auch anderer Zentralbanken wie z.B. der Bank of England) und lassen sich in vier Bereiche einteilen:<sup>25</sup> (1) Durchführung der Geldpolitik durch Beeinflussung der monetären Bedingungen, (2) Überwachung und Regulierung des Bankensystems, (3) Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems, (4) Zurverfügungstellung bestimmter Dienstleistungen für die US-Regierung, die Öffentlichkeit und in- und ausländischen Finanzinstitutionen (z.B. reibungsloses Funktionieren des Zahlungsverkehrs).

Das vorrangige Ziel des Eurosystems ist, Preisstabilität zu gewährleisten, wobei es dem Eurosystem obliegt, dieses Ziel zu operationalisieren (siehe dazu Punkt IV). Im EU-Vertrag findet sich allerdings weder eine genaue quantitative Definition von Preisstabilität noch ein Zeithorizont, innerhalb dessen dieses Ziels erreicht werden soll.<sup>26</sup> Nur soweit es ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist, soll das Eurosystem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der EU unterstützen. Das Ziel ist dem Eurosystem also vorgegeben, es ist insoweit ‚Goal dependent‘. Die Zielvorgabe für das Fed ist hingegen weitaus weniger präzise und lässt einigen Interpretationsspielraum offen. Dem Fed sind gleichberechtigt mehrere Ziele vorgegeben. Im ‚Federal Reserve Act‘ heisst es dazu in Abschnitt 2A.1: *„The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the country’s long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment,*

---

<sup>25</sup> Vgl. BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (1994), S. 1.

<sup>26</sup> Allerdings ist der Begriff ‚Preisstabilität‘ für sich genommen schon relativ präzise. „Das Eurosystem hat also im Rahmen seiner geldpolitischen Funktionen wohl nur insofern Interpretationsspielraum, als geringfügig positive Inflationsraten mit statistischen Meßfehlern und aufgrund der Unmöglichkeit eines punktgenauen Anpeilens der Inflationsrate rechtfertigbar sind.“ LIEBSCHER (1999), S. 79.

*stable prices and moderate long-term interest rates.*“<sup>27</sup> Trotzdem weist die geldpolitische Reaktionsfunktion der Fed auf ein implizites ‚*Inflation Targeting*‘ hin. Andererseits offenbart die geldpolitische Reaktionsfunktion des Eurosystems ein größeres Gewicht des ‚*Output Gaps*‘ relativ zum Gewicht der Inflation – verglichen mit der früheren Reaktionsweise der Bundesbank.<sup>28</sup>

Damit das Eurosystem sein Ziel effektiv verfolgen kann, sind die EZB und die nationalen Zentralbanken in ihren Entscheidungen von Weisungen der sonstigen Träger der Wirtschaftspolitik auf nationaler wie auch auf Gemeinschaftsebene unabhängig.<sup>29</sup> Das Bundesverfassungsgericht führte in einer Entscheidung aus dem Jahre 1993 (Maastricht-Urteil) hierzu aus: „Die Verselbständigung der meisten Aufgaben der Währungspolitik bei einer unabhängigen Zentralbank löst staatliche Hoheitsgewalt aus unmittelbarer staatlicher oder supranationaler parlamentarischer Verantwortlichkeit, um das Währungswesen dem Zugriff von Interessengruppen und der an einer Wiederwahl interessierten politischen Mandatsträger zu entziehen...“<sup>30</sup> Das Eurosystem besitzt also volle ‚*Instrument Independence*‘.<sup>31</sup> Einschränkend ist jedoch zu berücksichtigen, dass nach Art. 105 EG-Vertrag das Eurosystem im Einklang mit den Grundsätzen einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb zu handeln hat. Bestimmte Instrumente, etwa quantitative Beschränkungen der Kreditvergabe, dürfen somit nicht eingesetzt werden.<sup>32</sup>

Verglichen mit anderen Zentralbanken besitzt das Eurosystem den höchsten Grad an Unabhängigkeit.<sup>33</sup> Die mögliche Androhung einer Revision seiner (Zins-) Entscheidungen (z.B. durch das Europäische Parlament, die EU-Kommission oder den Rat der Finanz- und Wirtschaftsminister) steht nicht zur Debatte. Die gesetzliche Grundlage bildet der Vertrag von Maastricht (bzw. von Amsterdam). Da es sich hierbei um einen völkerrechtlichen Vertrag zwischen den EU-Mitgliedstaaten handelt, bedarf eine Veränderung des Statuts des Eurosystems der Zustimmung aller Mitgliedstaaten. Die Stellung des Fed ist in dieser Hinsicht deutlich schwächer. „*The Federal Reserve System is considered to be an independent central bank. It is so, however, only in the sense that its decisions do not have to be ratified by the President or anyone else in the executive branch of government. The entire System is subject to oversight by the U.S. Congress because*

<sup>27</sup> „*Abjuring any responsibilities for real outcome would not be legal even if it were somehow thought desirable.*“ FRIEDMAN (2000), S. 57.

<sup>28</sup> Vgl. zu den beiden letzten Punkten CLARIDA ET AL. (1998) und FAUST ET AL. (2001).

<sup>29</sup> Zu einer Analyse verschiedener Aspekte der Unabhängigkeit des Eurosystems vgl. GEIGANT (2000), RANDZIO-PLATH / PADOA-SCHIOPPA (2000), REUMANN (2001), SCHWARZE (2000) und SEIDEL (2001). Zur Unabhängigkeit von Zentralbanken im historischen Kontext siehe WOOD (2001a).

<sup>30</sup> BUNDESVERFASSUNGSGERICHT (1993), S. 3056. Dieselbe Argumentation findet sich bereits im Regierungsentwurf zum Bundesbankgesetz aus dem Jahre 1956, vgl. DEUTSCHER BUNDESTAG (1956), S. 24-26.

<sup>31</sup> Zur Unterscheidung zwischen ‚*Goal Independence*‘ und ‚*Instrument Independence*‘ vgl. MISHKIN, (2000), S. 5.

<sup>32</sup> Vgl. SCHWARZE (2000), S. 1294.

<sup>33</sup> Vgl. auch BINI SMAGHI / GROS (2000), S. 125-129; MISHKIN (2001), S. 383; SCHICH / SEITZ (2000), WOOD (2001b), S. 79 und WYNNE (1999), S. 6.

*the Constitution gives to Congress the power to coin money and set its value – a power that, in the 1913 act, Congress itself delegated to the Federal Reserve. The Federal Reserve must work within the framework of the overall objectives of economic and financial policy established by the government, and thus the description of the System as „independent within the government“ is more accurate.*<sup>34</sup> Im Gegensatz zum Eurosystem besteht somit für das Fed stets die Gefahr, daß der Kongress die rechtliche Grundlage nach seinen Vorstellungen ändert.<sup>35</sup> HETZEL zieht hieraus die Schlussfolgerung, dass *„the ESCB has a more secure institutional foundation than the Fed, which is a creation of Congress and whose structure can be changed at any time. Hopefully members of the ESCB MPC (Monetary Policy Committee) will not come to believe that the survival of the ESCB depends upon the political skills of its president“*<sup>36</sup>. Die Tatsache, dass die Unabhängigkeit der Fed nur eine schwache gesetzliche Grundlage hat, könnte in Verbindung mit den Mehrfachzielen der Geldpolitik des Fed Probleme für eine effektive und glaubwürdige Geldpolitik des Fed schaffen.<sup>37</sup> Tab. 3 fasst ausgewählte institutionelle Aspekte des Vergleichs Eurosystem – Federal Reserve System nochmals zusammen.

---

<sup>34</sup> Vgl. BOARD OF GOVERNORS (1994), S.3.

<sup>35</sup> *„Moreover, bearing in mind that Congress may alter the legislation at all times, the Fed will make sure that its monetary policy does not deviate too much from the Congress member`s views.“* DE NEDERLANDSCHE BANK (2001), S. 57. *„Congress thus retains the authority to oversee and instruct the Federal Reserve as it sees fit.“* MCDONOUGH (1994), S. 6. Aber auch das Verhältnis zwischen dem Fed und der US-Regierung ist nicht ganz klar. HETZEL / LEACH (2001a), S. 33, argumentieren, dass erst der *„Treasury-Fed Accord“* aus dem Jahr 1951 (der Accord ist veröffentlicht im FEDERAL RESERVE BULLETIN (1951), S. 267) das Fed vom Zwang befreite, die Kurse der Staatsanleihen auf einem bestimmten Niveau zu halten und so erst die Grundlage für eine unabhängige Geldpolitik legte. Es stellt sich somit aber auch die Frage, was passiert, wenn das US-Finanzministerium diesen Vertrag aufkündigt. Die Bedeutung von Zentralbankverfassungen für die Geldpolitik diskutieren BOFINGER (2001), S. 205-239, VON HAGEN ET AL. (2001), S. 11-15, ILLING (2000), LIEBSCHER (1999) und WALSH (1998), S. 375-381.

<sup>36</sup> HETZEL (2000), S. 276.

<sup>37</sup> *„...by the mid-1920s there were voices – some within, but most without, the Federal Reserve System – claiming that the Fed should have learned that stabilization rather than accommodation was its overriding task... Accordingly, these same voices advocated that the original Federal Reserve Act be amended to make price stability the chief responsibility of the System.“* HUMPHREY (2001), S. 66. *„Federal Reserve presidents were the first...to advocate establishing price level stability as the primary goal of System policy.“* WHEELLOCK (2000), S. 261.

Tab. 3: Ausgewählte institutionelle Aspekte im Vergleich

	Eurosystem	Federal Reserve System
(Gesetzliche) Zielvorgabe	Wahrung der Preisstabilität als vorrangiges Ziel. <sup>a)</sup>	„ <i>maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates</i> “ <sup>c)</sup>
Zieloperationalisierung	„ <i>Price stability shall be defined as a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%. Price stability is to be maintained over the medium term.</i> “ <sup>b)</sup>	Kein Ziel operationalisiert. <sup>d)</sup>
Entscheidungshoheit	(Zins-)Entscheidungen des Eurosystems können nicht revidiert werden.	Nur der Kongress kann per Gesetz (Zins-) Entscheidungen des FOMC aufheben, wodurch sie faktisch unangreifbar sind. <sup>e)</sup>
Gesetzesgrundlage	Völkerrechtlicher Vertrag (Änderungen nur bei Zustimmung aller EU-Mitgliedstaaten)	(Einfaches) Gesetz (kann vom Kongress geändert werden)

Anmerkungen:

a) Artikel 105 Abs. 1 EG-Vertrag (Amsterdamer Fassung).

b) EZB (1998). Dieses Ziel fußt auf einem gewogenen Durchschnitt der nationalen HVPIs.

c) BOARD OF GOVERNORS (1994), S. 17.

d) „*At the present time, the public (and maybe even members of the FOMC) have no idea of whether the Fed's goal for inflation is 1 percent, 2 percent, or possibly higher. I think it is fair to say that right now the nominal anchor in the United States is Alan Greenspan. The problem is that this leaves some ambiguity as to what the Fed's target is.*“ MISHKIN (2000), S. 9.

e) Vgl. BLINDER (1999), S. 55.

#### IV. Geldpolitische Strategie

Die geldpolitische Strategie bildet das konzeptionelle Gerüst für die laufende Geldpolitik. Der Einsatz einer geldpolitischen Strategie empfiehlt sich wegen der unvollständigen Kenntnis des genauen Transmissionsprozesses der Geldpolitik.<sup>38</sup> Durch ein in sich geschlossenes und glaubhaftes Konzept, das der Öffentlichkeit bekannt ist, soll eine Verstetigung der Geldpolitik erreicht werden. Darüber hinaus kann sie als Kommunikationsmedium mit der Öffentlichkeit eingesetzt werden sowie zur Berechenbarkeit von Notenbankaktionen und Reduktion von geldpolitischer Unsicherheit beitragen. Dadurch erhöht sie dann auch die Transparenz der Geldpolitik.

<sup>38</sup> Einen Überblick über den Transmissionsprozess im Euroraum geben ANGELONI ET AL. (2002).

Die geldpolitische Strategie des Eurosystems wurde auf den Sitzungen des EZB-Rates im Oktober und Dezember 1998 bekannt gegeben.<sup>39</sup> Sie umfasst drei Hauptelemente, eine quantitative Definition von Preisstabilität („der Anker“), einen Referenzwert für M3 („1. Säule“) und eine umfassende Beurteilung der Preisperspektiven („2. Säule“).

Das Eurosystem definiert Preisstabilität als einen Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in der EWU von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität soll dabei mittelfristig erreicht bzw. eingehalten werden. Temporäre Verfehlungen der Bandbreite von 0 % bis 2 % (z.B. aufgrund von Ölpreisschocks) sind also durchaus vereinbar mit dem Ziel. Es wird nicht eine gemessene Inflationsrate von Null angestrebt. Vielmehr ist auch eine Preissteigerungsrate von bis zu 2 % vereinbar mit Preisstabilität. Es gibt eine Reihe von Gründen, die für eine solche Vorgehensweise sprechen. Allein Messfehler bei der Inflationsrate legen es nahe, nicht eine Inflationsrate von Null anzustreben.<sup>40</sup> Der Sachverständigenrat (SVR) taxiert hier die Größenordnung auf 0,75 bis 1 Prozentpunkte. Zu berücksichtigen sind auch strukturelle Inflationsunterschiede im Euro-Währungsraum, die bedingt sind durch realwirtschaftliche Aufholprozesse („*Balassa-Samuelson-Effekt*“). Der SVR schätzt diesen Effekt derzeit auf 0,5 Prozentpunkte ein.<sup>41</sup> Der verbleibende Rest kann mit dem Deflationsrisiko und eventuell entstehenden Kosten (z.B. der Verfehlung anderer Ziele) zu niedriger Inflationsraten begründet werden.<sup>42</sup> Die konkrete Formulierung des Ziels durch das Eurosystem hat drei weitere wichtige Implikationen: Erstens ist die Preisentwicklung im gesamten Euro-Raum relevant, nicht in einzelnen Ländern. Zweitens wird die Teuerung gemessen auf Verbraucherebene, nicht an anderen Preisgrößen (z. B. den Erzeugerpreisen oder dem BIP-Deflator). Und drittens ist sowohl eine Inflation (Preissteigerungen über 2 %) als auch eine Deflation (negative Wachstumsraten des HVPI) unvereinbar mit Preisstabilität.

Nachdem das letztendliche Ziel durch den „Anker“ empirisch operationalisiert wurde, geht es in einem nächsten Schritt darum, effiziente Wege zur Gewährleistung von Preisstabilität zu finden. Eine geldpolitische Strategie ist mittelfristig ausgerichtet. Da auf Dauer Inflation ein monetäres Phänomen ist, wollte auch das Eurosystem der Geldmenge eine hervorgehobene Stellung unter den Inflationsindikatoren einräumen. Die letztendlich gewählte Variante der Publikation eines Referenzwertes für das weit abgegrenzte Geldmengenaggregat M3 lehnt sich eng an die Geldmengenstrategie, wie sie die Bundesbank betrieben hat, an.<sup>43</sup> Der Referenzwert wird jedoch aufgrund der mit dem Regimewechsel hin zu einer einheitlichen Geldpolitik zusammen hängenden Unsicher-

---

<sup>39</sup> Zu einem ausführlichen Überblick über die geldpolitische Strategie des Eurosystems aus Sicht der EZB vgl. ISSING ET AL. (2001).

<sup>40</sup> Siehe dazu im Falle der EWU WYNNE / RODRIGUEZ-PALENZUELA (2002), für die USA BOSKIN ET AL. (1996).

<sup>41</sup> Vgl. SVR (2001), S. 441. Zu diesem Effekt siehe etwa auch GÖRGENS ET AL. (2001), Kapitel I.4.

<sup>42</sup> Vgl. z.B. GÖRGENS ET AL. (2001), Box II.2.10.

<sup>43</sup> Eine Möglichkeit der Übertragung des Referenzwertkonzeptes auf die USA diskutiert MEYER (2001a), S. 23ff.

heiten ausdrücklich nicht als Zwischenziel verstanden, sondern soll eine geringere Bindungsfunktion besitzen. Das Referenzziel wird zudem anders als bei den deutschen Geldmengenzielen nicht in Form eines Zielkorridors festgelegt, sondern als Punktwert bekannt gegeben. Es handelt sich dabei um einen zeitlosen Wert, der in der Regel am Ende eines Jahres überprüft wird. Die Ableitung des Referenzwertes setzt an den Determinanten reales Wirtschaftswachstum, Preisnorm und Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit an. Das Eurosystem veröffentlicht sowohl den Referenzwert als auch die zugrundeliegenden Determinanten.<sup>44</sup> Dies dürfte der Transparenz sicherlich förderlich sein. Der mittelfristigen Orientierung entsprechend ist der Referenzwert als Durchschnittsziel zu interpretieren. Die EZB vergleicht die aktuelle monetäre Entwicklung mit diesem Referenzwert. Zur Berechnung des aktuellen Geldmengenwachstums wird jedoch kein einfacher Vorjahresvergleich vorgenommen, sondern im Sinne einer Glättung der Geldmengenentwicklung ein gleitender 3-Monats-Durchschnitt der monatlichen Jahreswachstumsraten berechnet.

Ausschlaggebend für die Entscheidung für M3 war der Zusammenhang zur direkt kontrollierbaren operativen Größe, dem Tagesgeldsatz, und zur inflationären Entwicklung.<sup>45</sup> Zudem scheint die EWU-Geldnachfrage nach breiten Geldmengenaggregaten stabil zu sein.<sup>46</sup>

Aufgrund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Geldnachfrage baut die Strategie des Eurosystems zur Ergänzung noch auf eine 2. Säule auf. Diese beinhaltet eine breit fundierte Beurteilung der Preisperspektiven anhand einer Vielzahl von Inflationsindikatoren neben der Geldmenge. Zwar ist Inflation auf Dauer ein monetäres Phänomen. Auf kurze Sicht wird dieser Zusammenhang allerdings von mehreren Faktoren überlagert. Da sich diese Einflüsse verfestigen können, ist diese kurze Frist durchaus geldpolitisch relevant. Um sich ein Gesamtbild der Preisentwicklung zu verschaffen, werden dafür zunächst die Preise auf verschiedenen Stufen des Preisbildungsprozesses untersucht (Erzeuger-, Vorleistungsgüter-, Investitionsgüter- und verschiedene Konsumgüterpreise). Ansonsten lässt sich der verwendete Indikatoren-Set unterteilen in kurzfristige Konjunkturindikatoren (z.B. Output Gaps, Rohstoffpreis- und Wechselkursentwicklungen), Finanzmarktindikatoren (z.B. Zinsstrukturkurven, nominale und indexierte Renditen von Staatsanleihen, Aktienkursindices und Optionspreise) und Branchen- und Verbraucherumfragen zur Abbildung von Preiserwartungen.

Innerhalb dieser 2. Säule veröffentlicht die EZB seit Dezember 2000 auch eigene (bedingte) Prognosen für die Veränderung des HVPI und das BIP-Wachstum (inkl. der

---

<sup>44</sup> Für die ersten 4 Jahre wurde der Referenzwert jeweils auf 4½ % festgelegt. Er errechnet sich aus einem Trendwachstum im Euro-Gebiet zwischen 2 % und 2,5 %, einer Preisnorm von maximal 2 % und einem trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M3 von 0,5 % bis 1 % pro Jahr. Der konkrete Wert ist konsistent mit den Ergebnissen von Geldnachfrageschätzungen für M3, vgl. z.B. BRAND / CASSOLA (2000).

<sup>45</sup> Vgl. dazu NICOLETTI-ALTIMARI (2001).

<sup>46</sup> Vgl. für einen Überblick GÖRGENSET AL. (2001), Tab. II.2.5.

wichtigsten Determinanten Private Konsumausgaben, Staatsverbrauch, Bruttoanlageinvestitionen, Exporte und Importe), sog. makroökonomische Projektionen. Die ‚Bedingtheit‘ bezieht sich auf die Annahme unveränderter kurzfristiger Zinsen und Wechselkurse. Dies bedeutet insbesondere, dass von einem unveränderten geldpolitischen Kurs ausgegangen wird. Diese Prognosen werden gemeinsam von Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken der an der Währungsunion teilnehmenden Länder erstellt. Sie spiegeln nicht die Meinung des EZB-Rats wider und werden in regelmäßigen Abständen jeweils im Frühjahr und im Herbst für einen 2-Jahres-Zeitraum erstellt.

Die beiden Säulen der Strategie des Eurosystems bezeichnet man als das ‚Zwei-Säulen-Konzept‘ (*Two-Pillars-Concept*). Dieser Terminus soll einerseits auf die spezifischen Eigenheiten des Eurosystems verweisen und ist andererseits als eine bewusste Abgrenzung zu einer Politik mit Geldmengenzielen oder einer direkten Inflationssteuerung zu betrachten.<sup>47</sup> Mit dieser neuen Strategie verbindet das Eurosystem die Erfahrungen der teilnehmenden nationalen Zentralbanken mit der spezifischen neuen Situation der Währungsunion. Dieser für die Anfangsphase der EWU durchaus sinnvollen Vorgehensweise fehlt allerdings ein konkretes öffentliches Leitkonzept, an dem sich die Inflationserwartungen orientieren können. Allein die Bekanntgabe einer Definition von Preisstabilität, wie von der EZB intendiert,<sup>48</sup> reicht hier nicht aus, wenn von den beiden (gleichberechtigten) Säulen widersprüchliche Signale ausgehen. Deshalb sollte möglichst bald eine stärkere Ausdifferenzierung der Strategie erfolgen. Da eine Strategie mittelfristig ausgerichtet ist und über diesen Zeithorizont Inflation monetär verursacht ist, sollte die Geldmengenorientierung stärker in den Vordergrund gerückt werden. Wenn trotz einer nicht zielkonformen Geldmengenentwicklung vom Eurosystem keine Gefährdungen der Preisstabilität gesehen werden, muss dies den Märkten dann mit Hilfe einer sorgfältigen Ursachenanalyse vermittelt werden.<sup>49</sup>

Das Fed war wegen Instabilitäten im Geldnachfrageverhalten Anfang der 90er Jahre gezwungen, von der Geldmengenstrategie Abschied zu nehmen und sich nach einem neuen geldpolitischen Konzept umzuschauen.<sup>50</sup> Verantwortlich dafür zeigten sich der Innovationsprozess an den Finanzmärkten, der fortschreitende Disintermediationsprozess und – damit zusammenhängend – Verhaltensänderungen der privaten Anleger. Einen Übergang auf eine Strategie der direkten Inflationssteuerung wollte das Fed bewusst nicht vollziehen. Als entscheidendes Argument betrachtete das FOMC in einer Stellungnahme 1995, dass *„close adherence to inflation targets could unduly constrain the Federal Reserve in its efforts to counteract the effects of cyclical shortfalls in the*

---

<sup>47</sup> Vgl. zu diesen beiden Konzepten z.B. VON HAGEN (1999) respektive BERNANKE ET AL. (1999).

<sup>48</sup> Vgl. EZB, (2001a), S. 38.

<sup>49</sup> Ein gutes Beispiel in dieser Hinsicht ist die Beurteilung und Begründung der hohen M3-Wachstumsraten in der zweiten Hälfte des Jahres 2001 durch die EZB, vgl. EZB (2001b), Box 1. Eine Diskussion der längerfristigen Strategieperspektive vor dem Hintergrund dauerhafter Instabilitäten im Geldnachfrageverhalten findet sich in GÖRGENS ET AL. (2001), S. 168ff.

<sup>50</sup> Manche Autoren gehen davon aus, dass Geldmengenziele schon viel früher keine Rolle mehr im geldpolitischen Konzept des Fed spielten, vgl. z.B. THORNTON (2002).

*performance of the economy*“.<sup>51</sup> Diese Beurteilung ist vor dem Hintergrund der Tatsache zu sehen, dass dem *Federal Reserve System* mehrere Endziele vorgegeben sind.

Seither kann die Politik des Fed als ein Multi-Indikatoren-Ansatz ohne explizites Zwischenziel bezeichnet werden, in welchem realen Variablen eine herausragende Rolle zukommt. Um ALAN GREENSPAN zu zitieren: „*With considerable uncertainty persisting about the relationship of the monetary aggregates to spending, the behavior of the aggregates relative to their annual ranges will likely be of limited use in guiding policy (...), and the Federal Reserve will continue to utilize a broad range of financial and economic indicators in assessing its policy stance*“.<sup>52</sup> Unter den realen Variablen wird vor allem den Realzinsen und der (realen) Zinsstruktur Beachtung geschenkt. Sie erreichen jedoch bisher nicht die Rolle eines offiziellen Zwischenziels. Diese beiden Variablen werden eingebettet in ein Multi-Indikatoren-System zur Prognose der Inflations- und Konjunkturentwicklung (*Looking at Everything*). BERNANKE ET AL. bezeichnen diesen Ansatz als eine *just do it strategy*“<sup>53</sup>. Mit einer künftig steigenden Inflationsrate rechnet das Fed vor allem bei positiven Wirtschaftsaussichten, die sich unter anderem in einer steigenden Kapazitätsauslastung niederschlagen.

Dem Fed gelang es, die fehlende Transparenz des Ansatzes durch eine hohe Glaubwürdigkeit und dank des Ansehens ALAN GREENSPANS mehr als zu kompensieren. Die Schwierigkeiten dieses Konzepts bei einem geldpolitischen Kurswechsel traten dadurch nur dezent zu Tage. Durch die für amerikanische Verhältnisse relativ niedrigen Inflationsraten hatte das Fed auch Spielraum, ihre weiteren Ziele, z. B. konjunktureller Natur, zu verfolgen.

Ein derartiges Konzept birgt jedoch auch eindeutige Nachteile in sich. So fehlt ihm ein expliziter nominaler Anker.<sup>54</sup> Damit mangelt es an einer Orientierungsgröße für die Erwartungen der Öffentlichkeit und für den internen Entscheidungsprozess der Notenbank. Die nur implizit bestehende Rückkopplung in diesem Strategieansatz ist zudem nicht eindeutig, da das Fed im Unterschied zum Eurosystem neben der Preisstabilität noch gleichberechtigt andere Ziele verfolgen soll. Auch ist mit ihr ein Element der Intransparenz verbunden. Die Marktteilnehmer sind ständig gezwungen, darüber zu rätseln, an welchen Größen sich die Notenbank denn nun orientiert. Letztendlich kann sogar argumentiert werden, außer der Person ALAN GREENSPANS fehlt der amerikanischen Notenbankpolitik jeglicher Fixpunkt. Folglich kann diese ‚Strategie‘ zum gegenwärtigen Zeitpunkt kein Vorbild für das Eurosystem sein.<sup>55</sup>

---

<sup>51</sup> Vgl. auch MEYER (2001b).

<sup>52</sup> GREENSPAN (1993), S. 2.

<sup>53</sup> BERNANKE ET AL. (1999).

<sup>54</sup> Vgl. SCHEIDE (2001), S. 335.

<sup>55</sup> Vgl. SVENSSON (2001).



## V. Zusammenfassung

Der vorliegende Beitrag analysierte in vergleichender Weise die institutionelle Struktur (Aufgabe, Entscheidungsstruktur) und die geldpolitische Strategie des Eurosystems und des *Federal Reserve Systems*. Die institutionelle Struktur ist – faktisch betrachtet – ähnlich, aber die rechtliche Stellung und die (Haupt-) Aufgaben sind unterschiedlich. Vor dem Hintergrund der bevorstehenden EU-Erweiterung und damit einhergehend einer späteren Vergrößerung der Währungsunion ist eine Reform der Entscheidungsstruktur des EZB-Rates unumgänglich. Hierbei kann dem FOMC des Fed eine gewisse Vorbildfunktion zukommen. Während die Aufgabe des Eurosystems eindeutig festgelegt ist (Preisstabilität), hat das Fed unterschiedliche Aufgaben zu verfolgen, was zu Unklarheiten führt. In diesem Zusammenhang ist es auch wichtig, dass die Unabhängigkeit des Eurosystems auf einem völkerrechtlichen Vertrag basiert (EU-Vertrag), wohingegen der Grad der Unabhängigkeit des Fed vom Kongress abhängt, dem die amerikanische Verfassung die Macht gibt, „*To coin Money, regulate the Value thereof, and of foreign Coin ...*“<sup>56</sup> Dies hat zur Folge, dass das Fed sich bei seiner Geldpolitik nicht zu weit von den Vorstellungen des Kongresses entfernen kann, da die gesetzlichen Grundlagen jederzeit geändert werden können. Manche der institutionellen Unterschiede sind allerdings auf historische Gegebenheiten, rechtliche Probleme der Änderung bestehender Regelungen und ein unterschiedliches geldpolitisches Verständnis im Fed zurückzuführen.

Auffallend ist im Federal Reserve System das Fehlen einer expliziten geldpolitischen Strategie. Zwar wird sich auch die Strategie des Eurosystems im Zeitablauf noch stärker konkretisieren bzw. spezifizieren müssen, da die beiden Säulen oftmals uneindeutige Signale geben und zu Verwirrungen auf den Märkten führen. Aber besser ein schwacher Anker als gar keiner oder einer, der nur personifiziert existiert. Der ‚*Just-do-it-Ansatz*‘ des Fed dürfte sich vor allem nach dem Ausscheiden ALAN GREENSPANS negativ bemerkbar machen. Dementsprechend ist dem Fed dringend die Suche nach einer adäquaten geldpolitischen Strategie anzuraten.<sup>57</sup>

Das Eurosystem hat insgesamt den Vorteil, dass es alle Regelungen nach den neuesten geldtheoretischen und geldpolitischen Erkenntnissen einführen konnte. Insgesamt muss deshalb die institutionelle Verankerung der Unabhängigkeit, die klare Zielvorgabe der Gewährleistung von Preisstabilität und die Bekanntgabe einer geldpolitischen Strategie im Eurosystem unter Effizienzgesichtspunkten als das gegenüber dem Fed überlegenere System eingestuft werden.

---

<sup>56</sup> Vgl. ARTIKEL I.8 der amerikanischen Verfassung aus dem Jahre 1787.

<sup>57</sup> Vgl. zu ersten offiziellen Bewegungen in diese Richtung MEYER (2001b).

### Literatur

- AKSOY, Y. / DE GRAUWE, P. / DEWACHTER, H. (2002): Do Asymmetries Matter for European Monetary Policy?, in: *European Economic Review* 46, S. 443-469.
- ANGELONI, I. / KASHYAP, A. / MOJON, B. / TERLIZZESE, D. (2002): Monetary Transmission in the Euro Area, ECB Working Paper Nr. 114, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- BERNANKE, B.S. / LAUBACH, T. / MISHKIN, F.S. / POSEN, A.S. (1999): Inflation Targeting – Lessons from the International Experience, Princeton.
- BERNANKE, B. / MISHKIN, F. (1992): Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries, in: O. Blanchard / S. Fischer (Hrsg.), *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, S. 183-238.
- BHF-BANK (2002): Die EU-Erweiterung und die EZB – Rotiert der Rat?, in: *Wirtschaftsdienst* Nr. 2048, 20. April 2002.
- BINI SMAGHI, L. / GROS, D. (2000): *Open Issues in European Central Banking*, London.
- BLENCK, D. / HASKO, H. / HILTON, S. / MASAKI, K. (2001): The Main Features of the Monetary Policy Frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem, in: BIZ (Hrsg.), *Comparing Monetary Policy Operating Procedures across the United States, Japan and the Euro Area*, BIS Paper New Series Nr 9, S. 23-47, <http://www.bis.org>, Mai 2002.
- BLINDER, A.S. (1999): *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge (Mass.).
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (1994): *The Federal Reserve System – Purposes and Functions*, Washington D.C., <http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>, Mai 2002.
- BOFINGER, P. (2001): *Monetary Policy – Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*, Oxford.
- BOSKIN, M. / DULBERGER, E. / GORDON, J. / GRILICHES, Z. / JORGENSON, D. (ADVISORY COMMISSION TO STUDY THE CONSUMER PRICE INDEX) (1996): *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living*, Washington.
- BRAND, C. / CASSOLA, N. (2000): A Money Demand System for Euro Area M3, ECB Working Paper No. 39, November 2000, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- BUNDESVERFASSUNGSGERICHT (1993): Maastricht-Urteil vom 12.10.1993, in: *Neue Juristische Wochenzeitschrift (NJW)*, S. 3047-3058.
- CLARIDA, R. / GALI, J. / GERTLER, M. (1998): Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence, in: *European Economic Review* 42, S. 1033-1067.
- COOPER, R.N. / LITTLE, J.S. (2000): US Monetary Policy in an Integrating World: 1960 to 2000, in: R.W. Kopcke / L.E. Browne (Hrsg.), *The Evolution of Monetary Policy and the Federal Reserve System Over the Past Thirty Years*, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series No. 45, S. 77-121, <http://www.bos.frb.org>, Mai 2002.
- DE NEDERLANDSCHE BANK (2001): A Comparative Study of the Federal Reserve System and the ESCB, *Quarterly Bulletin*, March 2001, S. 55-64 <http://www.dnb.nl/englich/index.htm>, Mai 2002.
- DE HAAN, J. / BERGER, H. / INKLAAR, R. (2000): Is the ECB too Decentralized?, Vortrag auf der CESifo Konferenz „Issues of Monetary Integration in Europe“ am 1./2. Dezember 2000 in München.
- DEUTSCHE BUNDESBANK (2001): Perspektiven der EU-Erweiterung nach dem Europäischen Rat von Nizza, in: *Monatsbericht* März 2001, 53. Jg., S. 15-18, <http://www.bundesbank.de>, Mai 2002.
- DEUTSCHER BUNDESTAG (1956): Entwurf eines Gesetzes über die Deutsche Bundesbank vom 18. 10.1956, Bundestags-Drucksache 2/2781.

- EIJFFINGER, S.C.W. (2002): The Federal Design of a Central Bank in a Monetary Union: The Case of the European System of Central Banks, Papier für die Konferenz „Monetary Union: Theory, EMU Experience, and Prospects for Latin America“ in Wien vom 14.-16.4.2002, März 2002.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (1998): Press release vom 19. Oktober 1998, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (1999a): Monatsbericht Januar 1999, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (1999b): Jahresbericht 1998, Frankfurt/Main, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (1999c): Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken, in: Monatsbericht Juli 1999, S. 59-67, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (2001a): The Monetary Policy of the ECB, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (2001b): Monatsbericht Dezember 2001, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- EUROPÄISCHE ZENTRALBANK (2001c): Beschlüsse über die Ausgabe von Euro-Banknoten und die Verteilung der monetären Einkünfte, Pressemitteilung vom 6. Dezember 2001, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- FASE, M.M.G. / VANTHOOR, W.F.V. (2000): The Federal Reserve System Discussed: A Comparative Analysis, De Nederlandsche Bank, Staff Reports, No. 56.
- FAUST, J. / ROGERS, J.H. / WRIGHT, J.H. (2001): An Empirical Comparison of Bundesbank and ECB Monetary Policy Rules, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers No. 705, <http://www.federalreserve.gov>, Mai 2002.
- FEDERAL RESERVE BANK (1951): Federal Reserve Bulletin, März 1951, Vol. 37.
- FRIEDMAN, B.M. (2000): The Role of Interest Rates in Federal Reserve Policymaking, Federal Reserve Bank of Boston, The Evolution of Monetary Policy and the Federal Reserve System Over the Past Thirty Years: A Conference in Honor of Frank E. Morris, Conference Series No. 45, S. 43-66 <http://www.bos.frb.org>, Mai 2002.
- FRIEDMAN, M. / SCHWARTZ, A. (1963): A Monetary History of the United States 1867-1960, Princeton, 9. Auflage 1993.
- FRITZ, H. (2001): One Person, one Vote? Die Europäische Zentralbank im Lichte der EU-Osterweiterung, in: List-Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik 27, S. 229-249.
- GEIGANT, F. (2000): Das Europäische System der Zentralbanken – Indikator und Katalysator eines Paradigmenwechsels in der Geldpolitik, in: W. Mückl (Hrsg.), Die Europäische Währungsunion, Paderborn, S. 9-48.
- GOODFRIEND, M. (2000): The Role of a Regional Bank in a System of Central Banks, in: Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly 86/1, Winter 2000, S. 7-25, <http://www.rich.frb.org>, Mai 2002.
- GÖRGENS, E. / RUCKRIEGEL, K. / SEITZ, F. (2001): Europäische Geldpolitik – Theorie, Empirie, Praxis, 2. Auflage, Düsseldorf.
- GREEN, E.J. (2001): Central Banking and the Economics of Information, in: Federal Reserve Bank of Chicago, in: Economic Perspectives, second quarter 2001, S. 28-37, <http://www.chicagofed.org>, Mai 2002.
- GREENSPAN, A. (1993): Testimony to the Sub-Committee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs of the US House of Representatives on 20/7/1993.
- HEFEKER, C. (2001): Federal Monetary Policy, CESifo Working Paper No. 422, February 2001 <http://www.cesifo.de>, Mai 2002.

- HETZEL, R.L. (2000): Achieving Consistency in Policy while Encouraging Open Debate, in: J. von Hagen / C.J. Waller (Hrsg.), *Regional Aspects of Monetary Policy in Europe*, Boston, S. 275-278.
- HETZEL, R.L. / LEACH, R.F. (2001a): The Treasury-Fed Accord: A New Narrative Account, in: Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Quarterly* 87/1, Winter, S. 33-55, <http://www.rich.frb.org>, Mai 2002.
- HUMPHREY, T.M. (2001): Monetary Policy Frameworks and Indicators for the Federal Reserve in the 1920s, in: Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Quarterly* 87/1, Winter, S. 65-92, <http://www.rich.frb.org>, Mai 2002.
- ILLING, G. (2000): Zentralbankverfassungen, in: J. von Hagen / J.H. von Stein (Hrsg.), G. Obst, O. Hintner: *Geld-, Bank- und Börsenwesen – Handbuch des Finanzwesens*, 40. Auflage, Stuttgart, S. 1620-1639.
- IRELAND, P.N. (2000): Interest Rates, Inflation, and Federal Reserve Policy since 1980, in: *Journal of Money, Credit and Banking* 32, S. 417-434.
- ISSING, O. / GASPAR, V. / ANGELONI, I. / TRISTANI, O. (2001): *Monetary Policy in the Euro Area – Strategy and Decision Making at the European Central Bank*, Cambridge.
- LIEBSCHER, K. (1999): Stabilitätsauftrag und Zentralbankunabhängigkeit, in: D.B. Simmert / E. Welteke (Hrsg.), *Die Europäische Zentralbank*, Stuttgart, S. 71-99.
- MCDONOUGH W.J. (1994): An Independent Central Bank in a Democratic Country: The Federal Reserve Experience, in: Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review* 19, Spring 1994, S. 1-6.
- MEADE, E.E. / SHEETS, D.N. (1999): Centralization vs. Decentralization in the Federal Reserve System: Lessons for the European Central Bank, in: E.E. Meade (Hrsg.), *The European Central Bank How Accountable? How Decentralized?*, American Institute for Contemporary German Studies, Washington, D.C., S. 51-67.
- MEADE, E.E. / SHEETS, D.N. (2002): Regional Influences on U.S. Monetary Policy: Some Implications for Europe, Board of Governors of the Federal Reserve System, *International Finance Discussion Papers No. 721*, <http://www.federalreserve.gov>, Mai 2002.
- MEYER, L.H. (2001a): Does Money Matter?, Remarks by Laurence H. Meyer at the 2001 Homer Jones Memorial Lecture, Washington University, St. Louis, Missouri, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs>, Mai 2002.
- MEYER, L.H. (2001b): Inflation Targets and Inflation Targeting, in: Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 83, November/December, S. 1-13, <http://www.stls.frb.org>, Mai 2002.
- MINEHAN, C.E. (2000): Some Thoughts on the Role of the Reserve Banks: Discussion, in: Federal Reserve Bank of Boston, *The Evolution of Monetary Policy and the Federal Reserve System Over the Past Thirty Years: A Conference in Honor of Frank E. Morris*, Conference Series No. 45, October 2000, S. 174-179, <http://www.bos.frb.org>, Mai 2002.
- MISHKIN, F.S. (2000): What Should Central Banks Do?, in: Federal Reserve Bank of St. Louis *Review* 82, November/December 2000, S. 1-13, <http://www.stls.frb.org>, Ma 2002.
- MISHKIN, F.S. (2001): *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 6. Auflage, Readings.
- NICOLETTI-ALTIMARI, S. (2001): Does Money Lead Inflation in the Euro Area?, ECB Working Paper No. 63, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.
- RANDZIO-PLATH, C. / PADOA-SCHIOPPA, T. (2000): The European Central Bank: Independence and Accountability, ZEI Policy Paper B16, Bonn, <http://www.zei.de>, Mai 2002.
- REUMANN, U. (2001): *Die Europäische Zentralbank – Zwischen Selbstbestimmung und vertragsgemäßer Zusammenarbeit mit der Gemeinschaft*, Herbolzheim.

- RUCKRIEGEL, K. / SEITZ, F. (2002): The Eurosystem and the Federal Reserve System Compared: Facts and Challenges, ZEI Working Paper B02-2002, <http://www.zei.de>, Februar 2002.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG (2001): Jahresgutachten 2001/02, Stuttgart.
- SCHEIDE, J. (2001): Die Strategie der Fed: Ein gutes Beispiel für die EZB, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik 27, S. 335-345.
- SCHWARZE, J. (Hrsg.) (2000): EU-Kommentar, Baden-Baden.
- SCHICH, S. / SEITZ, F. (2000): Overcoming the Inflationary Bias Through Institutional Changes – Experiences of Selected OECD Countries, in: Schmollers Jahrbuch – Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften 120, S. 1-24.
- SEIDEL, M. (2001): The Decision-Making Procedures in EMU: Legal Aspects, in: R. Caesar / H.E. Scharer (Hrsg.), European Economic and Monetary Union: Regional and Global Challenges, Baden-Baden.
- SVENSSON, L.E.O. (2001): The Fed does not Provide the Solution to the Eurosystem's Problems, Briefing Paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, <http://www.princeton.edu/~svensson>, Mai 2002.
- VON HAGEN, J. (1999): Monetary Targeting in Germany, in: Journal of Monetary Economics 43, S. 681-701.
- VON HAGEN, J. / HAYO, B. / FENDER, I. (2001): Geldtheorie, Geldpolitik und Finanzmärkte, in: K.F. Zimmermann (Hrsg.), Neue Entwicklungen in der Wirtschaftswissenschaft, Heidelberg, S. 1-42.
- WALSH, C.E. (1998): Monetary Theory and Policy, Cambridge.
- WHEELLOCK, D.C. (2000): National Monetary Policy by Regional Design: The Evolving Role of the Federal Reserve Banks in Federal Reserve System Policy, in: J. von Hagen / C.J. Waller (Hrsg.), Regional Aspects of Monetary Policy in Europe, Boston, S. 241-274.
- WOOD, G. (2001a): Central Bank Independence: Historical Evidence and the Recent British Experience, in: J. Kleinman (Hrsg.), Central Bank Independence, The Hague, S. 5-26.
- WOOD, G. (2001b): Is the European Central Bank too Independent?, in: J. Hölscher (Hrsg.), 50 Years of the German Mark, Basingstoke, S. 75-97.
- WYNNE, M.A. (1999): The European System of Central Banks, in: Federal Reserve Bank of Dallas, Economic Review, First Quarter 1999, S. 2-14, <http://www.dallasfed.org>, Mai 2002.
- WYNNE M.A. / RODRIGUEZ-PALENZUELA, D. (2002): Measurement Bias in the HICP: What do we know, and what do we need to know?, ECB Working Paper No. 131, <http://www.ecb.int>, Mai 2002.