

**Veröffentlichungen des
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung**

Band 39

Geldpolitik ohne Grenzen

Herausgegeben von

Claus Köhler und Armin Rohde



Duncker & Humblot · Berlin

CLAUS KÖHLER / ARMIN ROHDE (Hrsg.)

Geldpolitik ohne Grenzen

Veröffentlichungen des
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung

Band 39

Geldpolitik ohne Grenzen

Herausgegeben von

Claus Köhler und Armin Rohde



Duncker & Humblot · Berlin

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in
der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische
Daten sind im Internet über <<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen
Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten

© 2003 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin

Druck: Color-Druck Dorfı GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0720-7239

ISBN 3-428-10429-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

Vorwort der Herausgeber

Nicht erst seit der Errichtung des Europäischen Systems der Zentralbanken ist Geldpolitik internationaler geworden. Die Strahlkraft geldpolitischer Entscheidungen vor allem der US-Notenbank reicht weit über die Grenzen des US-amerikanischen Währungsraumes hinaus. Das heißt auf der anderen Seite, dass sich Zentralbanken anderer Währungsräume internationalen Einflüssen ausgesetzt sehen. Die Vorstellung von einer nahezu autonomen, rein binnenwirtschaftlich ausgerichteten Geldpolitik gehört für die meisten Zentralbanken der Vergangenheit an.

Im vorliegenden Sammelband werden einzelne Aspekte einer „Geldpolitik ohne Grenzen“ thematisiert. Den Auftakt bildet ein Beitrag von Lukas Menkhoff und Susanne Maidorn zur Geldpolitik in Schwellenländern. Schwellenländer waren mit Beginn der Neunzigerjahre von erheblichen Kapitalzuflüssen gekennzeichnet, denen einige Jahre später massive Kapitalabflüsse folgten. In einem solchen Umfeld steht die nationale Geldpolitik offensichtlich in Konflikt zur Kapitalverkehrsfreiheit, die heute auf den internationalen Kapitalmärkten selbstverständlich ist.

Von diesem eher für den asiatischen Raum typischen Problem wird der Bogen zu zwei Beiträgen gespannt, die sich mit Aspekten der Europäischen Währungsunion befassen. Manfred Borchert analysiert in seinem Beitrag den Einfluss der gemeinsamen Währung auf die Refinanzierungsstrategien der Banken sowie auf Disintermediationsprozesse und Produktivitätsentwicklungen im Bankensektor. Der Beitrag von Heiko Körner beleuchtet die Funktionsweise des von 1973 bis 1998 im frankophonen West- und Zentralafrika existierenden Währungssystems, das auf den französischen Franc ausgerichtet war und das seit dem 01.01.1999 notwendigerweise auf den Euro bezogen ist.

Die Wirkung nationaler Geldpolitik ist durch die zunehmende Globalisierung auch davon abhängig, inwieweit die geldpolitischen Entscheidungsträger internationale Einflüsse beachten. Eine Möglichkeit der Reaktion geldpolitischer Maßnahmen auf außenwirtschaftliche Komponenten bilden Taylor-Regeln, die neben der Inflations- und der Outputlücke auch Wechselkursreaktionen berücksichtigen. Eine entsprechende Betrachtung dazu nehmen Bernhard Herz und Claus Greiber vor. Die Diskussion um Taylor-Regeln für offene Volkswirtschaften deutet daraufhin, dass nationale Geldpolitik trotz der internationalen Eingebundenheit der jeweiligen Währungs-

räume bzw. Volkswirtschaften binnenwirtschaftlich nicht vollständig wirkungslos sein muss. Die in diesem Band dann folgenden Artikel behandeln deshalb Gesichtspunkte der nationalen Geldpolitik mit allerdings grenzüberschreitenden Implikationen.

Hermann Remsperger und Dietrich Domanski untersuchen die Rolle von Vermögenspreisen in der Geldpolitik. Die Entwicklung insbesondere an den Aktienmärkten in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre hat dort zu einer sogenannten Preisblase geführt, während die Gütermärkte durch kaum steigende Preise gekennzeichnet waren. Die Autoren gehen der Frage nach, welche Bedeutung die Entwicklung der Vermögenspreise für das Gesamtpreisniveau haben können und welche Schlussfolgerungen sich daraus für die geldpolitische Konzeption und deren Umsetzung ziehen lassen. Die Problematik des geldpolitischen Endzieles einer Inflationsrate in Höhe von Null Prozent wird von Hans-Jürgen Krupp und Karen Cabos diskutiert. Die Zielsetzung der Europäischen Zentralbank impliziert einen Korridor für die Inflationsrate von 0–2%. Die Autoren analysieren das Risiko der Untergrenze dieses Korridors und schlagen aus mehreren Gründen eine Untergrenze von 1% vor. Eine immer wieder interessante Seite geldpolitischen Handelns sind die realen Wirkungen zentralbankpolitischer Impulse. Horst Gischer untersucht in seiner Analyse die Wirkung zinsorientierter Geldpolitik auf sowohl monetäre als auch Größen der aggregierten Nachfrage und liefert damit einen Beitrag zur Diskussion um die Transmission monetärer Impulse. Einem besonderen Aspekt in transmissionstheoretischer Hinsicht geht die Arbeit von Ingrid Größl und Peter Stahlecker nach. Sie zeigen, dass eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik vor allem durch kontraktive Maßnahmen Gefahr läuft, insbesondere bei kleineren und mittleren Unternehmen finanzwirtschaftliche Risiken zu erhöhen und damit Produktions- und Beschäftigungsverluste zu verursachen. Hintergrund dieser Argumentation ist der so genannte Kreditkanal, eine Transmissionsvorstellung, die in den Neunzigerjahren an Bedeutung gewann. Anschließend stellt Martin Selmayr aus juristischer Sicht dem Thema „Geldpolitik ohne Grenzen“ die tatsächlichen rechtlichen Grenzen der Europäischen Zentralbank gegenüber, bevor Friedrich Geigant und Carsten Lange abschließend in ihrem Beitrag die Nutzung neuronaler Netze beim Einsatz geldpolitischer Instrumente am Beispiel der viel beachteten Analyse von William Poole demonstrieren, der die Vorteilhaftigkeit einer Zins- bzw. Geldmengensteuerung bei unterschiedlichen Arten von Störungen auf den Wirtschaftsprozess untersuchte.

Unser Dank gilt den Autoren, die den vorliegenden Sammelband zu einer für den Leser hoffentlich erkenntnisreichen Literatur gemacht haben, obwohl sie eine sehr große Geduld bis zum Erscheinen ihrer Gedanken an den Tag legen mussten. Umso mehr möchten wir uns deshalb auch bei

Dipl.-Kffr. Agnes Krause und Herrn Dr. Tobias Rehbock, beide Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, bedanken, die durch ihren Einsatz in organisatorischer Hinsicht und in den Fragen der redaktionellen Gestaltung dafür gesorgt haben, dass dieser Band letztlich doch noch erscheinen konnte.

Kronberg/Greifswald, im Juni 2003

Claus Köhler
Armin Rohde

Inhaltsverzeichnis

Nationale Geldpolitik versus internationale Investoren in Schwellenländern Von <i>Lukas Menkhoff</i> und <i>Susanne Maidorn</i>	11
Strategien der westeuropäischen Banken – Konzeptionelle Anpassungszwänge für die Europäische Zentralbank? – Von <i>Manfred Borchert</i>	35
Die west- und zentralafrikanische Franc-Zone – Satellitensystem der Euro- päischen Währungsunion Von <i>Heiko Körner</i>	55
Taylor Rules in Open Economies Von <i>Claus Greiber</i> und <i>Bernhard Herz</i>	69
Vermögenspreise und Geldpolitik Von <i>Hermann Remsperger</i> und <i>Dietrich Domanski</i>	83
Zu den Risiken einer Nullinflation als geldpolitisches Ziel Von <i>Hans-Jürgen Krupp</i> und <i>Karen Cabos</i>	105
Finanz- und realwirtschaftliche Konsequenzen der Zinspolitik Von <i>Horst Gischer</i>	121
Finanzierungsstrukturen kleiner und mittlerer Unternehmen und Geldpolitik Von <i>Ingrid Größl</i> und <i>Peter Stahlecker</i>	141
Die rechtlichen Grenzen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank – eine Fallstudie Von <i>Martin Selmayr</i>	167
Nutzung neuronaler Netze beim Einsatz geldpolitischer Instrumente Von <i>Friedrich Geigant</i> und <i>Carsten Lange</i>	203
Autorenverzeichnis	223

Nationale Geldpolitik versus internationale Investoren in Schwellenländern

Von Lukas Menkhoff und Susanne Maidorn¹

A. Problemstellung

Die Geldpolitik in Schwellenländern liegt in den meisten Fällen nach wie vor in den Händen nationaler Entscheidungsträger. Wenngleich dies über Jahrzehnte nahezu eine Selbstverständlichkeit gewesen war, so muss man es heutzutage schon fast hervorheben, zumal aus einer europäischen Perspektive. Nicht nur, dass zahlreiche europäische Länder ihre geldpolitische Autonomie auf eine gemeinsame Institution, die Europäische Zentralbank, übertragen haben – auch viele Entwicklungsländer haben sich für die währungspolitische Ordnung eines Currency Boards entschieden und verzichten damit auf eine nationale Steuerung. Gemeinsam ist diesen Fällen ihre Freiwilligkeit und insofern wird man in diesem Arrangement erst einmal kein drängendes Problem vermuten.

Interessanter ist deshalb der Fall, in dem die geldpolitische Autonomie ohne bewusstes Handeln der nationalen Institutionen gefährdet wird. Konkret geht es hier um die Situation von Schwellenländern. Dies ist diejenige Gruppe an Entwicklungsländern, die an der Schwelle zur Industrialisierung stehen, was faktisch an der Höhe ihres Pro-Kopf-Einkommens abgelesen wird. Insofern mag diese Kategorisierung im Einzelfall etwas unglücklich sein, jedoch ist sie einfach und anwendbar. Schwellenländer sind jedoch nicht nur durch ihre Einkommenshöhe gekennzeichnet, sondern im letzten Jahrzehnt entsprach es praktisch schon einem stilisierten Faktum, dass sie eine erhebliche Kapitalzufuhr aus den Industrieländern verzeichnen konnten. So sehr dieser Kapitalstrom grundsätzlich von beiden Seiten, den Gebern und den Nehmern, erwünscht ist, so sehr stellte er doch in seiner Höhe und seiner Schwankung auch eine wirtschaftspolitische Herausforderung dar.

Zu Beginn der neunziger Jahre wurde zunehmend deutlich, dass die Höhe der Kapitalzuflüsse für manche der begünstigten Länder tendenziell

¹ Wir danken den Diskussionsteilnehmern sowie Michael Frömmel und Norbert Toksdorf für nützliche Hinweise.

zu viel sein könnte.² Wenige Jahre später dann dominierte die umgekehrte Situation, indem es zu nicht mehr zu bewältigenden Abflüssen kam, die bspw. das Kernstück der Asienkrise ausmachten.³

Die zunehmende internationale Kapitalmobilität ist ein Element der wirtschaftlichen Globalisierung unserer Zeit. Sie wird von mehreren Faktoren getrieben, unter denen die Institutionalisierung der Vermögensanlage eine wichtige Rolle spielt. Dahinter steht die Beobachtung, dass ein wachsender Anteil des – primär monetären – Vermögens nicht mehr von Privatpersonen oder Produktionsunternehmen angelegt wird, sondern von eigens darauf spezialisierten institutionellen Investoren. Diese verfügen über die typischen Spezialisierungsvorteile, wie eine bessere Informationslage und reduzierte Transaktionskosten. Aufgrund der bei ihnen angelegten Vermögen können sie zudem erhebliche Diversifikationsvorteile realisieren. Diese drei erwähnten Vorzüge institutioneller Investoren führen dazu, dass sich ihre Marktbedeutung stark erhöht hat und vermutlich weiter wachsen wird.

Mit Bezug auf Schwellenländer bringt der Übergang von traditionellen hin zu institutionellen Investoren einen regelrechten Quantensprung mit sich⁴: Traditionell waren diese Länder für Finanzanlagen nicht geeignet, weil bspw. Private genau nicht über die drei erwähnten Vorteile institutioneller Investoren verfügten. Die Länder waren weitgehend unbekannt, die Transaktionskosten sehr hoch und die Diversifikationsmöglichkeiten letztlich recht begrenzt. Insofern gab es hier eine nachvollziehbare Barriere für Finanzströme. Wenn Kapital floss, dann am ehesten in Form von ausländischen Direktinvestitionen. Heutzutage aber hat sich diese Situation rapide gewandelt und stellt die Schwellenländer vor neue Anforderungen, die in diesem Beitrag in Ansätzen analysiert werden.

Als analytischer Rahmen dient uns im Abschnitt B. die „impossible trinity“, die nicht zuletzt das Spannungsverhältnis zwischen den Zielen nationaler Geldpolitik und unbeschränkter Kapitalverkehrsfreiheit zum Gegenstand hat. Da der freie Kapitalverkehr durch das Handeln internationaler – und im folgenden damit weitgehend gleichzusetzen: institutioneller – Investoren tatsächlich umgesetzt wird, ergibt sich damit das kleine Wort „versus“ im Titel: Nicht dass die internationalen Investoren bewusst gegen die Geldpolitik agieren würden, sondern ihre Entscheidungen begrenzen notwendigerweise den Spielraum der nationalen Geldpolitik. Der Abschnitt C. geht deshalb in Kürze der Bedeutung institutioneller Investoren für Schwellenländer nach. Im Abschnitt D. werden die beiden vorherigen „Teile“ zusammen gefügt, indem der Einfluss internationaler, institutioneller Investo-

² Vgl. Calvo/Leidermann/Reinhart, 1996.

³ Vgl. bspw. BIS, 1998.

⁴ Vgl. auch Bekaert, 1995.

ren auf den geldpolitischen Transmissionsprozess in Schwellenländern sowie einige dazu verfügbare empirische Evidenz untersucht wird. Der Abschnitt E. beinhaltet eine Skizze wirtschaftspolitischer Konsequenzen.

B. Geldpolitik und Kapitalverkehr in der impossible trinity

Es ist eine generelle Einsicht der Theorie der Wirtschaftspolitik, dass nicht alle Ziele beliebig miteinander kombiniert und dabei gleichzeitig erreicht werden können. Vielmehr geht es auch darum, bei Zielkonflikten Prioritäten zu setzen. Unabhängig davon kann man parallel versuchen, die gleichzeitige graduelle Erreichung zweier konkurrierender Ziele zu verbessern. Das mildert den Konflikt, aber kann ihn nicht letztlich auflösen.

Um solch einen Konflikt geht es bei der impossible trinity, der Unmöglichkeit des gleichzeitigen Erreichens dreier Ziele in der Währungspolitik⁵:

- *Nationale Autonomie in der Geldpolitik* lässt die Verfolgung landestypischer Präferenzen zu, sei es bezüglich der Inflationsrate, dem Puffern von einmaligen Schocks oder dem Bemühen um konjunkturelle Glättung.
- *Stabile Wechselkurse* sind in dem Sinne eine sinnvolle Zielsetzung als von der Volatilität der Wechselkurse keine Störung der Real- und Finanzwirtschaft erfolgen soll.
- Schließlich hat der *freie Kapitalverkehr* den Vorzug, weltweite Kapitalallokation über Märkte zu steuern und damit idealtypisch für denkbar größte Effizienz im Kapitaleinsatz zu sorgen.

Die Konflikte zwischen diesen jeweils isoliert anstrebenswerten Zielen liegen auf der Hand. In der Wirtschaftsgeschichte ist es deshalb, je nachdem welches Ziel relativ zurücktreten musste, zu unterschiedlichen Lösungen für Währungsordnungen gekommen.⁶ Hier interessiert primär der Zielkonflikt zwischen geldpolitischer Autonomie und Kapitalverkehrsfreiheit. Die „alte Lösung“ bestand in der Nachkriegszeit generell in einer Begrenzung des internationalen Kapitalverkehrs im Rahmen des Bretton-Woods-Systems. Dies lockerte sich in einem ersten Liberalisierungsschub in den fünfziger Jahren und dann noch einmal kräftig in den letzten zehn Jahren – mit der Ausnahme von Lateinamerika. Zum empirischen Befund vergleiche Abbildung 2. Man erkennt deutlich die im Trend zunehmende Kapitalverkehrsliberalisierung. Setzt man deshalb einmal das Ziel der Kapitalverkehrsfreiheit – gleichgültig ob bewusst angestrebt oder hingenommen – als gegeben an, so bleiben nur Abstriche bei den beiden übrigen Zielen möglich. Der generelle Eindruck hierzu dürfte lauten, dass vor allem das Ziel der

⁵ Vgl. im Folgenden auch Frenkel/Menkoff, 2000.

⁶ Vgl. Abbildung 1.