

Schriften des Vereins für Socialpolitik

---

Band 264

# Transmissionsmechanismen der Geldpolitik

Von

Peter Bofinger, Volker Clausen, Dietrich Domanski,  
Sylvia Kaufmann, Manfred Kremer, Barbara Lüscher,  
Julian Reischle, Andrea Schächter, Georg Winckler

Herausgegeben von

Ernst Baltensperger



Duncker & Humblot · Berlin

# Schriften des Vereins für Socialpolitik

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 264

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 264

---

# Transmissionsmechanismen der Geldpolitik



Duncker & Humblot · Berlin

# Transmissionsmechanismen der Geldpolitik

Von

Peter Bofinger, Volker Clausen, Dietrich Domanski,  
Sylvia Kaufmann, Manfred Kremer, Barbara Lüscher,  
Julian Reischle, Andrea Schächter, Georg Winckler

Herausgegeben von

Ernst Baltensperger



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

**Transmissionsmechanismen der Geldpolitik** / von Peter Bofinger ...  
Hrsg. von Ernst Baltensperger. – Berlin : Duncker und Humblot,  
1999

(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts-  
und Sozialwissenschaften ; N.F., Bd. 264)  
ISBN 3-428-09733-5

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

© 1999 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme und Druck:

Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0505-2777

ISBN 3-428-09733-5

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier  
entsprechend ISO 9706 ☉

## Vorwort

Thema der 29. Sitzung des Ausschusses für Geldtheorie und Geldpolitik des Vereins für Socialpolitik war der Transmissionsmechanismus in der Geldpolitik. Im Zentrum stand somit die Frage, wie sich geldpolitische Maßnahmen der Notenbanken auf gesamtwirtschaftliche Größen übertragen. Im vorliegenden Band werden die an der Tagung vom 28. und 29. Februar 1998 gehaltenen Vorträge veröffentlicht.

Der Beitrag von Georg Winckler und Sylvia Kaufmann untersucht den Transmissionsprozeß in kleinen, offenen Volkswirtschaften, indem der Zusammenhang zwischen geldpolitischen und gesamtwirtschaftlichen Variablen mittels vektorautoregressiven Modellen geschätzt wird. Als Beispiele werden Österreich und die Schweiz herangezogen. Im Falle Österreichs wird die Geldpolitik durch deutsche Variablen erfaßt, da die österreichische Geldpolitik seit Beginn der achtziger Jahren auf die Stabilisierung des Wechselkurses Schilling – DEM ausgerichtet ist und somit die geldpolitischen Maßnahmen der deutschen Bundesbank übernimmt. Die Resultate bestätigen die Erwartungen, daß die österreichische Industrieproduktion und das Preisniveau ab 1982 verzögert auf Änderungen im deutschen Lombardsatz und im deutschen Taggeldsatz reagieren. In der Schweiz, deren Nationalbank sich zur Erreichung der Preisstabilität an der inländischen Geldmenge orientiert, werden makroökonomische Größen gemäß den erhaltenen Resultaten durch inländische geldpolitische Variablen beeinflusst. Die widersprüchliche Reaktion der Inflation auf Zinssatzänderungen gegen Ende der achtziger Jahre könnte mit der vorübergehenden Wechselkursorientierung der Geldpolitik oder mit Änderungen im institutionellen Umfeld begründet werden.

Der Beitrag von Peter Bofinger, Julian Reischle und Andrea Schächter befaßt sich mit dem Geldangebotsprozeß und analysiert dabei insbesondere den sogenannten Kreditansatz. Während die Zentralbank in bisherigen Modellen der „Credit View“ das Bankensystem vor allem über die Reservepolitik beeinflusst, betont der im Artikel vorgestellte preistheoretische Ansatz zum Geldangebotsprozeß die Kontrolle über einen von der Zentralbank manipulierten Kurzfristzinssatz. Das Modell versucht somit der gängigen Praxis der Notenbanken gerecht zu werden, welche heute fast ausnahmslos auf diese Weise operieren. Anhand des Modells läßt sich auch eine „Poole-Analyse“ durchführen. Je nach Art der vorherrschenden Schocks und der angestrebten Zwischenziele ist die Verwendung der monetären Basis oder eines Zinssatzes als geldpolitischer Instrumentvariable vorzuziehen. Der Ansatz, der von einer geschlossenen Ökonomie ausgeht und sämtliche Außeninflüsse auf das Geldangebot vernachlässigt, eignet sich insbesondere zur Be-

schreibung des Geldangebotsprozesses von großen Notenbanken wie der Europäischen Zentralbank.

Mit der Nachfrage nach Geld setzt sich hingegen der Beitrag von Volker Clausen auseinander. Davon ausgehend, daß für die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank entweder eine Geldmengensteuerung oder eine direkte Inflationssteuerung in Frage kommen, werden die Eigenschaften diskutiert, welche eine Geldnachfrage in einem Regime der Geldmengensteuerung aufweisen sollte. Im empirischen Teil der Arbeit werden die Geldnachfragen sowohl für einzelne Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion als auch auf aggregierter Ebene geschätzt und auf ihre Stabilitätseigenschaften überprüft. Die europäische Geldnachfrage nach den Aggregaten M1 und M3 erweist sich im Vergleich zu nationalen Schätzungen als relativ stabil. Eine weitere Voraussetzung für die Geldmengensteuerung ist jedoch die Kontrollierbarkeit der Geldmenge. Es erscheint fraglich, ob das breite Geldmengenaggregat M3 über die Zinssteuerung hinreichend kontrollierbar ist. Zudem dürften die Resultate die zukünftige Stabilität der europäischen Geldnachfrage überschätzen, da länderspezifische Störungen nach dem Übergang zur Einheitswährung stärker miteinander korrelieren werden.

Die Frage, ob die Phillipskurve in der Schweiz linear oder konvex ist, steht im Zentrum des Beitrags von Barbara Lüscher. Während die Phillipskurve, die den kurzfristigen Zusammenhang zwischen Inflation und Output ausdrückt, in den Lehrbüchern oft als konvexe Kurve dargestellt wird, wird sie in der empirischen Praxis meist als lineare Beziehung geschätzt. Die in der vorliegenden Arbeit für die Schweiz präsentierte Evidenz stützt die These einer nichtlinearen Philippskurve. Unter einer solchen asymmetrischen Beziehung wirken sich positive Nachfrageschocks stärker auf die Inflation aus als negative, so daß der durchschnittliche Output unter den Potentialoutput fällt. Modellsimulationen für die Schweiz zeigen denn auch, daß ein positiver Nachfrageschock zu deutlichen permanenten Outputverlusten führen kann. Für die Geldpolitik eröffnet dies die Möglichkeit, realwirtschaftliche Einflüsse auszuüben. Eine Politik, welche die Varianz des Outputs um seinen Trend reduziert, erhöht das Durchschnittsniveau des Outputs. Da eine vorwärtsschauende und glaubwürdige Geldpolitik gemäß Modellsimulationen die Outputschwankungen reduziert, sind ihre Vorteile bei einer konvexen Phillipskurve besonders groß.

Dietrich Domanski und Manfred Kremer schließlich gehen in ihrem Beitrag auf die Rolle der Aktienpreise für die deutsche Geldpolitik ein. Grundsätzlich sind Vermögenspreise aus zwei Gründen von geldpolitischem Interesse. Einerseits sind sie Teil des Transmissionsprozesses, da sich durch die Geldpolitik ausgelöste Änderungen von Vermögenspreisen über Substitutions-, Einkommens- und Vermögenseffekte auf gesamtwirtschaftliche Größen auswirken können. Andererseits spielen sie eine wichtige Rolle als Informationsträger, enthalten sie doch die Erwartungen der Marktteilnehmer über künftige wirtschaftliche Größen. Die Erwartungsbildung bezüglich der Inflation und der kurzfristigen Zinssätze wird wieder-

um durch die Geldpolitik beeinflusst. Ausgehend von einem Dividend Discount Modell wird daher in diesem Beitrag der Preisbildungsprozeß am deutschen Aktienmarkt analysiert. Die empirischen Resultate weisen auf einen effizienten Markt hin und lassen sich dahin interpretieren, daß die Geldpolitik in Deutschland den Marktteilnehmern eine gute Orientierung ermöglicht und die Erwartungsbildung erleichtert hat.

*Ernst Baltensperger*



## Inhaltsverzeichnis

Der Transmissionsprozeß in kleinen, offenen Volkswirtschaften (Österreich, Schweiz) Von <i>Sylvia Kaufmann</i> und <i>Georg Winckler</i> , Wien .....	11
The Money Supply Process: A Model for a Large Economy By <i>Peter Bofinger</i> , <i>Julian Reischle</i> and <i>Andrea Schächter</i> , Würzburg .....	29
Geldnachfrage und Geldpolitik in Europa Von <i>Volker Clausen</i> , Kiel .....	55
Asymmetrie im Output-Inflations-Zusammenhang: Schätzergebnisse und Implika- tionen Von <i>Barbara Lüscher</i> , Zürich .....	93
What is behind Equity Price Movements in Germany? An Application of the Dividend Discounting Model and its Monetary Policy Implications By <i>Dietrich Domanski</i> and <i>Manfred Kremer</i> , Frankfurt / Main .....	111



# Der Transmissionsprozeß in kleinen, offenen Volkswirtschaften (Österreich, Schweiz)<sup>1</sup>

Von *Sylvia Kaufmann* und *Georg Winckler*, Wien

## A. Theoretische Aspekte

Die Frage, wie geldpolitische Maßnahmen auf die Endziele der Wirtschaftspolitik, z. B. auf Preisniveaustabilität oder Vollbeschäftigung wirken, wie also geldpolitische Impulse auf gesamtwirtschaftliche Größen transmittiert werden, wird schon seit langem in der Ökonomie diskutiert. In der unmittelbaren Nachkriegszeit standen vor allem die keynesianischen Erklärungsansätze (IS-LM Modell) den monetaristischen Hypothesen des Transmissionsprozesses gegenüber.

In den siebziger und achtziger Jahren verlor diese Debatte um die „richtige“ Struktur des Transmissionsprozesses an Schärfe. Zum einen betonten die auf rationale Erwartungen basierenden Modelle, Vorläufer der Real Business Cycle Modelle, daß die negativen Rückkopplungseffekte, welche die zunächst positiven Effekte einer Geldmengenerhöhung dämpfen, sofort in vollem Umfang eintreten würden. Die Annahmen der Rationalität der Erwartungsbildung und des Fehlens von Geldillusion machen die Frage nach der Struktur der Transmission geldpolitischer Maßnahmen irrelevant. Allenfalls bleibt das Problem der Transmission *unerwarteter* geldpolitischer Maßnahmen. Zum anderen kamen mit dem Problem der dynamischen (In-)Konsistenz der Geldpolitik, vgl. die Arbeiten von *Kydland-Pre-scott* und *Barro-Gordon*, neue Fragestellungen für die Theorie der Geldpolitik auf. In den daraufhin entwickelten, meist spieltheoretisch orientierten Modellen wurde die Frage nach der Transmission geldpolitischer Maßnahmen nicht mehr behandelt. Sie wurde durch die Annahme ausgeschaltet, daß die Endziele der Wirtschaftspolitik (z. B. Inflationsrate) *perfekt* durch die Geldpolitik *kontrollierbar* wären, siehe z. B. *Cukierman* 1992. An dieser perfekten Kontrollierbarkeit wurde nicht gezweifelt. Analysiert wurde nur die Frage, ob und inwieweit die von der Geldpolitik realisierten Niveaus der Endziele auch gesamtwirtschaftlich optimal wären (z. B. Existenz pareto-inferiorer Nash-Gleichgewichte).

---

<sup>1</sup> Für wertvolle Hinweise danken wir den Teilnehmenden der Sitzung vom Ausschuß für Geldtheorie und Geldpolitik im Verein für Socialpolitik.

Die Debatte um die Struktur des Transmissionsmechanismus belebte sich jedoch wieder in den letzten Jahren. Ausgangspunkt waren die Arbeiten von *Bernanke/Blinder* (1992), *Kashyap/Stein/Wilcox* (1993) und *Bernanke/Gertler* (1995). Diese Arbeiten entwickelten gegenüber den konventionellen Untersuchungen keynesianischer oder monetaristischer Provenienz einen bank-orientierten Ansatz. Ging es in den konventionellen Untersuchungen im wesentlichen um zwei Finanzinstrumente, Geld und Anleihen, deren relativer Preis zueinander, nämlich der nominelle Zinssatz, durch Maßnahmen der Geldpolitik verändert wurde (und über den dann Endziele beeinflusst wurden), so fand nunmehr der Einfluß der Bankaktivitäten auf die Struktur des Transmissionsprozesses das wissenschaftliche Interesse.

Nach diesen Arbeiten gelten die Banken als erster Adressat der Geldpolitik. Die Frage lautet sodann, ob der Transmissionsmechanismus über deren Aktiva oder Passiva wirkt. Wirkt der Transmissionsmechanismus über die Bankaktiva, also vor allem über die Gewährung von Bankkrediten, so verliert die Frage, was letztlich Geld ist, an Bedeutung. In der Tat finden *Bernanke/Blinder* (1992) eine starke Korrelation zwischen Bankkrediten einerseits und makroökonomischen Variablen (Arbeitslosenrate, BIP etc.) andererseits. *Kashyap/Stein/Wilcox* (1993) kritisieren an diesem Ansatz, daß solche Korrelationen vorhanden sein können, auch wenn der „bank lending channel“ nicht wirksam wird. Hohe Korrelationen könnten auch dann entstehen, wenn es Änderungen in der Kreditnachfrage und nicht im Kreditangebot gibt. Um die Rolle der Kreditnachfrage vom Kreditangebot zu trennen, beziehen *Kashyap/Stein/Wilcox* (1993) auch Kreditsurrogate (etwa Commercial Papers) in ihre Analyse ein.

Neben der Frage nach der Struktur des Transmissionsprozesses, insbesondere der Rolle der Banken innerhalb dieses Prozesses tauchte auch das Problem auf, welche geldpolitischen Maßnahmen den *Kurs* einer Notenbank als Trägerin der Geldpolitik wiedergeben. Dieses Problem des „measuring monetary policy“, siehe *Bernanke/Mihov* (1995), führte etwa in einer Analyse der Politik der Deutschen Bundesbank, vgl. *Bernanke/Mihov* (1997), zu dem überraschenden Ergebnis, daß der Lombardsatz und allenfalls der Geldmarktsatz gute Politikindikatoren sind, die deutsche Geldpolitik aber kaum auf Änderungen im prognostizierten Geldmengenwachstum reagiert.

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit dem Transmissionsmechanismus in kleinen, offenen Volkswirtschaften. Als Beispiele hierfür werden Österreich und die Schweiz herangezogen. Neben der Frage, welche Rolle die Banken in der Transmission geldpolitischer Impulse spielen, ist für beide Länder, wenngleich unterschiedlich, der Einfluß der *Geldpolitik* des großen Nachbarn Deutschland von erheblicher Bedeutung, zu dessen Finanzmärkten überdies ein *liberalisierter Kapitalverkehr* besteht. Die Arbeit gliedert sich in folgende Abschnitte: Im Abschnitt B erfolgt eine Kurzbeschreibung des geldpolitischen Kurses in Österreich sowie in der Schweiz, an die sich eine Zusammenfassung der zu erwartenden Resultate an-