

**Veröffentlichungen des
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung**

Band 35

Monetäre Aspekte der europäischen Integration

Herausgegeben von

**Carsten Lange, Armin Rohde
und Horst M. Westphal**



Duncker & Humblot · Berlin

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-49563-2>

Copyrighted for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.196.162.162 on 2025-07-25 09:19:27
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Monetäre Aspekte der europäischen Integration

**Veröffentlichungen des
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung**

Band 35

Monetäre Aspekte der europäischen Integration

Herausgegeben von

Carsten Lange, Armin Rohde
und Horst M. Westphal



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Monetäre Aspekte der europäischen Integration / hrsg. von
Carsten Lange ... – Berlin : Duncker und Humblot, 1998
(Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung ;
Bd. 35)
ISBN 3-428-09567-7

Alle Rechte vorbehalten
© 1998 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0720-7239
ISBN 3-428-09567-7

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706

Friedrich Geigant
gewidmet zum 65. Geburtstag

Vorwort der Herausgeber

Viele, die Professor Dr. Friedrich Geigant kennen, werden überrascht sein, daß er am 1. Oktober 1998 bereits seinen 65. Geburtstag feiert. Seit 1975 ist Friedrich Geigant Inhaber des Lehrstuhls Geld, Kredit, Währung am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hannover. In dem von ihm vertretenen Fach findet seine Forschungsarbeit vor allem in Veröffentlichungen zur monetären Zinstheorie und zur Rolle der Zentralbanken auf nationaler Ebene und in der Europäischen Währungsunion ihren Niederschlag. Doch gehen seine Forschungsinteressen weit über den monetären Bereich hinaus. Die Spannweite der Arbeiten reicht von der Raumwirtschaftslehre über die Makroökonomik und das Volkswirtschaftliche Rechnungswesen bis hin zu Untersuchungen zur Gesundheitsökonomik, mit denen er sich an der Diskussion um das System der sozialen Sicherung in der Bundesrepublik beteiligte.

Darüber hinaus haben Lehrtätigkeit und Betreuung der Studierenden für Friedrich Geigant hohen Stellenwert. Dies zeigen nicht nur Lehrbücher zur Makroökonomik, zur Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung und über Grundlagen der Volkswirtschaftslehre, sondern auch anspruchsvolle Lehrveranstaltungen, die seit je seine Hörer fordern und motivieren. Auf diesem Weg hat er einen Kreis von Freunden gewonnen, die jetzt in Wissenschaft und Wirtschaft tätig sind.

Fachübergreifend nimmt Friedrich Geigant sich insbesondere im Rahmen der Studienstiftung des deutschen Volkes unter großem persönlichen Aufwand der Förderung junger Leute an. Auch holt er seit Mitte der achtziger Jahre junge Wissenschaftler aus China und Osteuropa zu Forschungsaufenthalten an seine Abteilung und hält regelmäßig Gastvorlesungen in ihren Heimatländern.

Über Jahre hinweg ist er nicht nur in Gremien des Universitätsbereichs, sondern auch anderer wissenschaftlicher Einrichtungen aktiv. Wie sehr sein Wissen und Urteil auch außerhalb des Fachbereichs geschätzt werden, zeigen die Ernennung zum Mitglied des Collegium Philosophicum des Forschungsinstituts für Philosophie Hannover oder seine Arbeit als Mitglied der „Strukturkommission 2000“ der Medizinischen Hochschule Hannover, die 1997 mit der Ernennung zum Ehrensenator der Medizinischen Hochschule gewürdigt wurde.

Für Friedrich Geigant ist es seit langem selbstverständlich, als Hochschullehrer auch in der beruflichen Fortbildung verschiedener Einrichtungen tätig zu sein. Hier setzt er sich vor allem für die Leibniz-Akademie Hannover ein, wobei er den wirtschaftswissenschaftlichen Studiengang als stellvertretender Stu-

dienleiter nach Studienplänen und Inhalten neu gestaltete. Seine breit gefächerten Lehrveranstaltungen, die von der Volkswirtschaftslehre bis zur Verkehrspolitik und Versicherungswirtschaft reichen, haben maßgeblich zum Ansehen der Leibniz-Akademie in Wirtschaft und Verwaltung beigetragen.

In Anbetracht der großen Zahl von Kollegen, Freunden und anderen Personen, die Friedrich Geigant nahe stehen, war die Auswahl der Autoren zum vorliegenden Sammelband nicht leicht. So kam es dazu, den Autorenkreis auf ehemalige und derzeitige Angehörige der Abteilung Geld, Kredit, Währung zu begrenzen sowie auf Persönlichkeiten, die im Zuge von Promotions- und Habilitationsverfahren von Friedrich Geigant betreut wurden. Daher behandeln die hier vorliegenden Beiträge vornehmlich aktuelle monetäre Fragestellungen. Die spontane Bereitschaft der Angesprochenen zur Mitarbeit trotz reichlicher beruflicher Belastung hat nicht überrascht.

Für die finanzielle Unterstützung zur Herausgabe dieses Bandes danken wir den betreffenden Instituten und Persönlichkeiten. Unser Dank gilt auch Herrn Professor Dr. Dr.h.c. Claus Köhler für die Aufnahme des Bandes in die von ihm herausgegebene Reihe des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung. Frau Doris Lurz, Hannover, und Frau Renate Könitzer, Greifswald, haben die Vorbereitungen in dankenswerter Weise unterstützt. Herr Gero Winkelmann, Hannover, leistete wichtige Hilfe im Zuge der Abschlusarbeiten.

Wir freuen uns, Friedrich Geigant diesen Sammelband anlässlich seines 65. Geburtstages zu widmen.

Die Herausgeber

Inhaltsverzeichnis

Geldpolitik im europäischen Umfeld

Anmerkungen zu den Vorkehrungen für einen stabilen Euro	
Von Armin Rohde und Ole Janssen	13
Die Bundesbank als Vorbild? Die Europäische Zentralbank und ihre stabilitäts- politische Effizienz	
Von Oliver Budzinski, Jörg Jasper und Reinhard Kohler	29
Die Gefahren des Euro: Schwere Fahrwasser für Europas Zentralbank	
Von Martin Lück	51
Geldpolitik im Zeitalter der Globalisierung	
Von Gisela Roth	63
Potentialorientierung der Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union	
Von Claus Köhler	83

Währungs- und geldtheoretische Überlegungen

Monetäre Aspekte einer Theorie optimaler Währungsräume	
Von Wolfgang Filc	95
Harte und weiche Wechselkurszielzonen	
Von Thomas Kremser	107
Die Tobin-Steuer – Ein Instrument zur Stabilisierung des EWS II?	
Von Karl-Heinz Ketterer und Joachim Nagel	123
Geldschöpfungsgewinne in einer Europäischen Währungsunion	
Von Florian Nolte	139
Neuronale Netze zur Optimierung zinselastischer Geldangebotsfunktionen	
Von Carsten Lange	151

Europäischer Kapitalmarkt

Bonitätsrisiken von Staatsschuldtiteln in der Europäischen Union und Markt- disziplinierung	
Von Burkhard Ziegenhorn.....	167
Risikoprämie auf dem deutschen Rentenmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion	
Von Peter Bartetzky.....	179
Integration der mittel- und osteuropäischen Reformländer in die europäischen Finanzmärkte	
Von Sonning Bredemeier und Ulrike Witte.....	189
Rubelstabilisierung, europäischer Kapitalmarkt und Europäische Währungsunion	
Von Horst M. Westphal.....	201

Banken, Versicherungen und Finanzwirtschaft

Kreditwirtschaftliche Konzentrationsprozesse im Zuge der europäischen Integration	
Von Ulf G. Baxmann.....	217
Asset-Management von Versicherungsunternehmen in der Europäischen Währungsunion	
Von Jürgen Förterer.....	235
Umstellung der Aktie auf Euro im Rahmen der Europäischen Währungsunion	
Von Werner Isern, Jürgen Seja und Jochen A. Stiehle.....	247
Institutionelle Ausgestaltung der öffentlichen Förderung in der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund konkurrierender Förderträger und zunehmen- der Einflußnahme der Europäischen Union	
Von Heinrich Jagau.....	259
Fremdkapitalfinanzierung in Großbritannien und Deutschland – werden kleine und mittlere Unternehmen diskriminiert?	
Von Michael Tholen.....	271

Verzeichnis der Autoren

285

Geldpolitik im europäischen Umfeld

Anmerkungen zu den Vorkehrungen für einen stabilen Euro

Von Armin Rohde und Ole Janssen

A. Einleitung

Als Starttermin der dritten Stufe und damit der Endstufe zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion zeichnet sich spätestens mit dem Beschluß der europäischen Staats- und Regierungschefs vom 3.5.1998 in Brüssel der im sogenannten Maastrichter Vertrag auch so vorgesehene Termin 1.1.1999 ab. Und dies, obwohl sich in der deutschen Bevölkerung eine nicht unerhebliche Skepsis gegen die damit verbundene Abschaffung der auf eine nunmehr fünfzigjährige Erfolgsgeschichte zurückblickenden D-Mark und die damit verbundene Einführung der einheitlichen europäischen Währung Euro ausgebreitet hat. Auch in der Wissenschaft - speziell unter den Ökonomen - wird seit längerer Zeit heftig über das Pro und Contra dieses in der Währungsgeschichte bislang ohne Vorbild dastehende Vorhaben gestritten. erinnert sei dabei nur an das im Juni 1992 von rund 60 Professoren unterzeichnete Manifest gegen den Euro, an die im September 1997 von ebenfalls rund 60 Wirtschaftsprofessoren im Managermagazin veröffentlichte 10-Punkte-Erklärung wider die Euro-Skepsis und schließlich an die im Februar 1998 unter dem Titel „Der Euro kommt zu früh“ in der Frankfurter Allgemeinen Zeitung publizierte Stellungnahme von 155 Professoren. Die Tatsache, daß der Starttermin nicht zuletzt auch durch Vertreter der Bundesregierung mehrfach in Frage gestellt wurde, wenn auch nicht explizit, sondern eher implizit mit sehr subjektiven Äußerungen zur Auslegung bzw. durch nicht vom Vertragsinhalt gedeckte Interpretationen der sogenannten Konvergenzkriterien, ist ein Musterbeispiel dafür, wie sich der Staat in der Wirtschaftspolitik nicht verhalten sollte. Schon in Einführungsveranstaltungen zum Studium der Volkswirtschaftslehre wird vermittelt, daß es eine zentrale Aufgabe des Staates im Rahmen der Wirtschaftspolitik ist, der Wirtschaft klare und verlässliche Rahmenbedingungen vorzugeben. Die bestehenden und bis kurz vor dem offiziellen Starttermin bewußt oder unbewußt geschürten Unsicherheiten stehen diesem Postulat der Setzung verlässlicher Rahmenbedingungen diametral entgegen.

Während es deshalb nicht überraschen kann, daß in der gewerblichen Wirtschaft, insbesondere im mittelständischen Bereich, die Vorbereitungen auf den

Euro bislang nur sehr schleppend in Gang kommen, sind demgegenüber die Vorbereitungsarbeiten für die Errichtung des Europäischen Systems der Zentralbanken - ihm gehören die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken (NZB) der Teilnehmerländer an der EWU an - und die Vorarbeiten für die damit verbundene einheitliche europäische Geldpolitik unter der Federführung des 1994 eingerichteten Europäischen Währungsinstituts (EWI) mit Sitz in Frankfurt am Main bereits sehr weit gediehen. Nach der Festlegung der 11 Teilnehmerländer sowie der sechs Mitglieder des Direktoriums der Europäischen Zentralbank durch die Staats- und Regierungschefs, die, zumindest was die Lösung der Präsidentschaftsfrage anbetrifft, erneut viele Emotionen gegen den Euro freigesetzt hat, wird die EZB zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 1998 errichtet und ihre Tätigkeit aufnehmen. Erst danach wird der Rat der EZB, bestehend aus den Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der NZB, die endgültigen Entscheidungen über die Instrumente und Verfahren der europäischen Geldpolitik treffen. In Anbetracht der sich im Vorfeld dieser Entscheidungen abzeichnenden Regelungen und bereits getroffenen Vereinbarungen wird im folgenden ein erster Blick auf die Vorkehrungen für die zukünftige Stabilität des Euro geworfen.

B. Zum institutionellen Rahmen

Eine der zentralsten Forderungen, die im Zusammenhang mit der EWU, nicht zuletzt auch von deutscher Seite, erhoben wurde, ist die nach einer Gewähr für eine stabile Währung bzw. nach einem stabilen Euro. Dadurch soll gesichert werden, „...daß künftig auf Gemeinschaftsebene gleiche Stabilitätsergebnisse erzielt werden können wie bisher in der Bundesrepublik.“ (Deutsche Bundesbank 1990, S.42). Wesentliche Voraussetzungen dafür sind nach allgemeiner Auffassung folgende Punkte:

1. eine explizite Verpflichtung der Geldpolitik vorrangig auf das Ziel der Geldwertstabilität;
2. eine in institutioneller, funktioneller und personeller Hinsicht dauerhaft gesicherte Unabhängigkeit bzw. Autonomie der Geldpolitik (zur Autonomie der Geldpolitik vgl. Geigant 1997);
3. ein Verbot monetärer Finanzierung öffentlicher Defizite, d.h. Ausschluss der Verpflichtung und Möglichkeit der Geldpolitik, öffentlichen Haushalten Kredite zu gewähren;
4. Zuständigkeit der Geldpolitik für Devisenmarktinterventionen.

Diese, auch von der Deutschen Bundesbank im Vorfeld der Beratungen zum Maastrichter Vertrag öffentlichkeitswirksam in Szene gesetzten Stabilitäts-Postulate sind allesamt in den entsprechenden Artikeln des EG-Vertrages

(Art.105ff.) sowie in den Artikeln des dem Vertrag angefügten Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB enthalten und ohne Abstriche umgesetzt worden. Die entsprechenden Formulierungen gehen z.T. sogar noch weit über die diesbezüglich allgemein anerkannten hohen Stabilitäts-Standards des Bundesbankgesetzes hinaus.

Beispielsweise kannte das Bundesbankgesetz bis zum Eintritt in die 2. Stufe der EWWU am 1.1.1994 kein derartiges Verbot der Kreditvergabe an die öffentliche Hand. Gemäß § 20 Bundesbankgesetz, der die Vergabe von sogenannten Kassenkrediten an Bund, Länder, Sondervermögen regelte, erhielten die öffentlichen Haushalte, wenn auch nur in begrenztem Umfang, Bundesbankkredite, und zwar lange Zeit sogar zu Sonderkonditionen, d.h. zu Zinsen, die niedriger als der Marktzins waren. Das ging soweit, daß die Landesrechnungshöfe die Länder aufforderten, die Kassenkredite auch ohne Bedarf voll in Anspruch zu nehmen und an den Finanzmärkten höher verzinslich anzulegen. Erst 1990 schob die Bundesbank diesem „Mißbrauch“ der Kassenkreditregelungen einen Riegel vor, indem sie den Lombardsatz als Kreditzins berechnete.

Bezüglich der personellen Autonomie, also der Frage, inwieweit die Vertreter der Geldpolitik in eine Abhängigkeit zur allgemeinen Politik oder deren Persönlichkeiten geraten können, erlaubt das Bundesbankgesetz die hinsichtlich der Unabhängigkeit allgemein als weniger stringent erachtete Möglichkeit der Wiederernennung der Mitglieder des Zentralbankrates, während für die dem Europäischen Zentralbankrat angehörigen Direktoriumsmitglieder bestehend aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten der EZB und den vier weiteren Mitgliedern des Direktoriums eine Wiederernennung nach der maximalen Amtsdauer von acht Jahren nicht zulässig ist. (vgl. Art. 109a(2b) EG-Vertrag bzw. Art.11.2 des Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB). Wiederernennungsmöglichkeit, so lautet der Einwand, fördert Gefälligkeitsentscheidungen und senkt die Konfliktbereitschaft der Vertreter der Geldpolitik. Allerdings hat die Bundesbankpraxis das nicht gezeigt. Und auch die Gegenthese, daß gerade der Ausschluß von Vertragsverlängerungsmöglichkeiten ein diesbezügliches Verhalten der Geldpolitiker induziert, die ja nach Ablauf ihrer Amtszeit eine weitere Karriere anstreben, erscheint nicht unplausibel.

Fast einhellig gelobt – auch von den Kritikern der EWWU - wird die strikte bzw. eindeutige Zielformulierung für die europäische Geldpolitik. So heißt es im EG-Vertrag (Art. 105(1)) und analog im Protokoll über die Satzung des ESZB und der EZB (Art.2): „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten.“ Gemäß §3 Bundesbankgesetz hat die Deutsche Bundesbank dagegen das recht unspezifizierte Ziel, „...die Währung zu sichern...“, was vielerlei Interpretationsspielräume eröffnet hat und allgemein als ein eher unspezifischer Ausdruck angesehen wird. Zu der fast einhellig als so stringent angesehenen - und für die Vertrauensbildung in den Euro eigentlich auch so wichtigen - Zielformulierung lassen sich allerdings zwei Anmerkungen machen.

Zum einen ist der Begriff „Preisstabilität“ eigentlich falsch gewählt, gemeint ist doch hoffentlich Preisniveaustabilität. Auch das lernt man bereits in der Einführungsveranstaltung zur Volkswirtschaftslehre, daß nicht die Preise stabil bleiben sollen, sondern nur der Durchschnitt aller (Güter-)Preise, das sogenannte Preisniveau. „Preisstabilität anzustreben würde bedeuten, die Marktmechanismen außer Kraft zu setzen. Steigende und sinkende Einzelpreise sind der Ausdruck einer Zunahme oder Abnahme der Nachfrage und des Angebots sowie struktureller Veränderungen. Solche Preisbewegungen der Einzelpreise sind für die Anpassungsprozesse an derartige Veränderungen erforderlich.“ (Köhler 1996, S. 54). Nur bewegliche Preise können also als Knappheitsindikatoren fungieren und das Funktionieren der Marktwirtschaft gewährleisten.

Zum anderen birgt die eindeutige Zielformulierung aber auch Gefahren: nämlich die Gefahr der Überforderung der Geldpolitik und die Gefahr des sich Freisprechens anderer Politikbereiche von ihrer Verantwortung für das Ziel Preisniveaustabilität. Die Väter des Bundesbankgesetzes, das gewiß nicht unter Zeitdruck entstanden ist (so wurde dem Auftrag im Art. 88 des aus dem Jahre 1949 stammenden Grundgesetzes „Der Bund errichtet eine Währungs- und Notenbank als Bundesbank“ erst im Juli 1957 mit dem Inkrafttreten des Bundesbankgesetzes entsprochen), haben nämlich bewußt nicht Preisniveaustabilität als Zielvorgabe gewählt, da eben auch andere Bereiche der Wirtschaftspolitik, beispielsweise die Tarifpolitik und die Fiskalpolitik, für die Preisniveaumentwicklung Verantwortung tragen und die Geldpolitik allein damit überfordert wäre. „In der Begründung zum Bundesbankgesetz hat der Gesetzgeber betont, daß er bewußt eine allgemeine Formel gewählt habe. Er habe erwogen, der Bundesbank konkrete Aufgaben zu stellen oder ein einziges Ziel herauszustellen. Aber das erschien nicht angängig. Die Stabilität der Inlandsaufkraft ist – wie hier hervorgehoben werden soll – von überragender Bedeutung, aber trotzdem darf die Stabilität der Auslandsaufkraft angesichts der Abhängigkeit unseres Verarbeitungs- und Ausfuhrlandes von der Weltwirtschaft nicht vernachlässigt, die Vollbeschäftigung angesichts der politischen Verhältnisse Deutschlands nicht für unwichtig angesehen und das stetige Wachstum unserer Volkswirtschaft angesichts des steigenden Lebensstandards anderer Völker nicht außer Betracht gelassen werden. Ist also jedes dieser verschiedenen Ziele wichtig, so wird es manchmal nötig sein, unter Würdigung aller Umstände den für das ‘Gesamtinteresse’ oder das ‘Wohl des Landes’ optimalen Kompromiß zu finden. Kann aber die Notenbank unter gegebenen Umständen nur den optimalen Kompromiß zwischen verschiedenen Zielen anstreben und erreichen, so erscheint es bedenklich, ihr durch die Formulierung zwar idealer, aber nicht immer erreichbarer konkreter Einzelziele eine Verantwortung von der öffentlichen Meinung aufzuerlegen, die sie gar nicht tragen kann.“ (Deutscher Bundestag 2. Wahlperiode 1953, Drucksache 2781, S.23).“ (Köhler 1985, S.6 f.).

In die diesbezüglichen Statuten der Europäischen Zentralbank hat man eine derartige Weitsicht nicht eingebracht. Insofern kann man nur hoffen, daß sich

die anderen Politikbereiche in Europa nicht mit dem Verweis auf die Formulierungen in den Statuten des ESZB von ihrer Mitverantwortung für Preisniveaustabilität freisprechen. Allerdings sollte damit auch klar werden, daß die EZB nicht generell für die Erhaltung von Preisniveaustabilität Verantwortung tragen kann, sondern nur für die monetären Voraussetzungen zur Erreichung dieses Zieles verantwortlich ist.

Insgesamt kann man jedoch sagen, daß die Statuten des ESZB eine äußerst günstige Grundlage für einen stabilen Euro bilden. Nun mag man aber einwenden, daß die besten institutionellen Vorkehrungen bzw. Vorschriften keine hinreichenden Stabilitätsgarantien sind, sofern in den geldpolitischen Entscheidungsgremien Personen sitzen, die nicht die Gewähr bieten, diese Stabilitätspostulate auch mit Leben zu füllen. Die also nicht, wie den deutschen Geldpolitikern und der deutschen Bevölkerung allgemein unterstellt, eine hinreichende Stabilitätskultur über eine genügend lange Zeit entwickelt und gelebt haben, beispielsweise geprägt aus den Erfahrungen einer zweimaligen Zerrüttung des deutschen Geldwesens.

Zum ersten ist der Hinweis auf unterschiedlich ausgeprägte Stabilitätskulturen in Europa ein Totschlagargument. Denn es bleibt unklar, was man darunter eigentlich genau zu verstehen hat, und insbesondere wird nicht gesagt, ab wann ein Land überhaupt eine für den Eintritt in eine Währungsunion hinreichende Stabilitätskultur entwickelt hat. Sind dazu etwa 5 Jahre, 10 Jahre oder 15 Jahre erforderlich?

Zum zweiten erscheint es ratsam, doch einmal einen Blick auf die deutsche Stabilitätskultur zu werfen. So weist Pohl darauf hin, daß die D-Mark in den fast 50 Jahren ihrer Existenz einen nicht unbeträchtlichen Wertschwund erlitten hat: „Im Zeitraum 1950-1998 liegt die jahresdurchschnittliche Preisniveausteigerungsrate in Deutschland bei 3 % (gemessen am Deflator des Privaten Verbrauchs). Rein rechnerisch hat sich die Kaufkraft der D-Mark von 1 DM im Jahr 1950 auf nunmehr 24 Pfennig, also um drei Viertel, verringert.“ (Pohl 1998, S.2).

Zum dritten zeigen die Inflationszahlen der letzten Jahre in den EU-Ländern einen weiteren interessanten Sachverhalt: Fragt man einmal, wieviele Länder in den vergangenen Jahren, beispielsweise über einen Zeitraum von mindestens fünf Jahren, in der Lage waren, ihre Inflationsrate unter 2% zu halten, so wird man feststellen, daß dies in keinem Land in der EU der Fall war. „Bei einem Schwellenwert von 3% können immerhin fünf Länder (Belgien, Finnland, Frankreich, Irland und die Niederlande) eine Stabilitätskultur seit 1992 aufweisen. Erhöht man den Grenzwert auf 4%, dann erhält man eine Spitzengruppe von drei Ländern (Belgien, Frankreich und die Niederlande), die diesen seit 1986 einhalten konnten. Was bei diesen Sensitivitätsanalysen eindeutig zum Ausdruck kommt, ist die Tatsache, daß Deutschland keinesfalls eine besonders gute 'Stabilitätsperformance' aufweist. Natürlich liegt das nicht unwesentlich an

den Problemen, die mit der Vereinigung entstanden sind. Aber dieser Tatbestand macht es nicht sehr glaubwürdig, anderen Ländern eine Stabilitätskultur abzusprechen.“ (Bofinger 1996, S.31).

Und schließlich kann man für den Fall, daß es tatsächlich bislang in bestimmten Ländern eine unzureichende Stabilitätskultur gegeben hat, auf den auch in der deutschen Geldpolitik schon mehrfach erlebten sogenannten Becket-Effekt vertrauen. Mitglieder des Europäischen Zentralbankrates dürften sich, wenn unabhängig und dem Gesetz (EZB-Statut) unterworfen, in Parallelität an das Verhalten von Thomas Becket (1118-1170) - besser bekannt als Thomas von Canterbury - gewiß energisch in den Dienst der Preisniveaustabilität stellen, und zwar unabhängig von ihrer vorherigen Einstellung. So war Becket Ratgeber und enger Freund von König Heinrich II. und ab 1155 Kanzler. Becket wurde 1162 Erzbischof von Canterbury, nicht ohne Hoffnung des Königs, das kirchliche Treiben damit unter eine bessere Kontrolle zu bekommen. Becket trat allerdings noch im selben Jahr als Kanzler zurück und entwickelte sich zu einem strengen Verfechter der Rechte der Kirche und der päpstlichen Politik und widersetzte sich der Einführung königlicher Vorrechte aufs heftigste. Nach vorübergehender Flucht nach Frankreich und Rückkehr auf Vermittlung zwischen Papst und König wurde er jedoch von Vasallen des Königs in der Kathedrale ermordet.

C. Zum geld- und kreditpolitischen Instrumentarium

Eine weitere zentrale Voraussetzung für einen stabilen Euro ist in einem effizienten geld- und kreditpolitischen Instrumentarium zu sehen. Um dieses Erfordernis zu verdeutlichen, soll zunächst kurz beleuchtet werden, wie die geldpolitische Steuerung im Grundprinzip vollzogen wird (vgl. auch Rohde 1995):

1. Den Kreditinstituten entsteht im Zuge ihrer Geschäftstätigkeit bei Veränderung der Kredite und Einlagen bzw. im Rahmen der monetären Expansion ein Bedarf an Zentralbankgeld. Ein derartiger Zentralbankgeldbedarf entsteht zum einen für Bargeldauszahlungen der Geschäftsbanken an die Kunden und zum anderen für die Erfüllung der Mindestreservepflicht. So sind Kreditinstitute verpflichtet, in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes ihrer Einlagen Guthaben bei der Zentralbank bzw. Notenbank zu unterhalten.
2. Zentralbankgeld können die Kreditinstitute nicht selbst schaffen, sondern es entsteht nur unter der Mitwirkung der Zentralbank bzw. Notenbank.
3. Ein Handel mit Zentralbankgeld zwischen Kreditinstituten sowie zwischen Kreditinstituten und Notenbank findet am Geldmarkt statt.

4. Die geld- und kreditpolitischen Instrumente einer Notenbank sind nun Wege bzw. Kanäle, auf denen die Geldpolitik dem Geldmarkt Zentralbankgeld zuführt oder entzieht.
5. Die Menge an Zentralbankgeld und mehr noch die Konditionen (Zinsen), zu denen die Zentralbank dem Geldmarkt und damit den Kreditinstituten das Zentralbankgeld zuführt, sind die eigentlichen Steuerungsparameter der Geldpolitik.
6. Die Deutsche Bundesbank verfügt über einen breiten Instrumentenkasten für die Steuerung des Geldmarktes (Diskontpolitik, Lombardpolitik, Wertpapierpensionsgeschäfte in der Form von Mengentender-, Zinstender- und Schnelltendergeschäften, Abgabe von Liquiditätspapieren, Devisenswap- und Devisenpensionsgeschäfte sowie Mindestreservepolitik).
7. Die Zinsen am Geldmarkt ergeben sich durch Angebot und Nachfrage. Damit werden sie letztlich von den Konditionen der Instrumente bestimmt, mit denen die Zentralbank am Geldmarkt den Marktausgleich herbeiführt, also im Regelfall die Angebotslücken und gegebenenfalls Nachfragerücken schließt. D.h. die Geldpolitik hat es über den Einsatz ihrer Instrumente in der Hand, auf welcher Höhe sich der Zins am Geldmarkt einspielt. Zumal sie mit der grundsätzlich jederzeit offenen Spitzenrefinanzierungsfazität „Lombardkredit“ zum Lombardsatz und der Abgabebereitschaft von Liquiditätspapieren in Form von Schatzwechseln zu einem Abgabesatz, u.U. unterstützt durch weitere liquiditätsabsorbierende Maßnahmen, eine definitive Zinsobergrenze und eine Zinsuntergrenze am Geldmarkt vorgeben und gewährleisten kann. Vom Geldmarkt strahlen die Zinsimpulse dann mehr oder weniger stringent auf die anderen monetären Märkte, zumindest bis hin zum kurzen Ende des Kapitalmarkts aus (vgl. Rohde 1996, S.78-104). Zentral für eine effiziente Geldpolitik ist in diesem Zusammenhang, daß eine Notenbank die Menge an Zentralbankgeld, das am Geldmarkt gehandelt wird, jederzeit kontrollieren und knapp halten kann. Denn zuviel Zentralbankgeld am Geldmarkt regt die Geschäftstätigkeit der Banken an und beschwört über eine damit finanzierte Nachfragesteigerung im realen Bereich Inflationsgefahren herauf.
8. Ein besonderes Problem der Geldmarktsteuerung ist die Schaffung oder der Entzug von Zentralbankgeld am Geldmarkt durch sogenannte Marktfaktoren (vgl. Köhler 1977, S.88ff.) Beispielsweise stellen Devisenmarktinterventionen einen besonders schwer zu prognostizierenden Marktfaktor dar. Jeder (Stützungs-)Kauf von Devisen durch die Notenbank führt als Beiprodukt zu einer Schaffung von Zentralbankgeld am Geldmarkt. Analog bewirkt jeder Verkauf von Devisen durch die Notenbank einen Entzug von Zentralbankgeld. Gerade Zeiten mit heftigen Währungsturbulenzen und hohem Interventionsbedarf bildeten bislang immer einen echten Prüfstein für die geldpolitische Steuerung. Denn will die Geldpolitik in solchen Pha-

sen die Währungsspekulation nicht noch zusätzlich anheizen, müssen Zinsschwankungen am Geldmarkt, aus denen die Spekulation u.U. weitere Nahrung zieht, auf jeden Fall vermieden werden.

Seine Reifeprüfung hat der Instrumenteneinsatz der Deutschen Bundesbank, und zwar auf der Grundlage der seit Mitte der achtziger Jahre kontinuierlich ausgebauten und ständig verfeinerten Strategie einer „flexiblen Geldmarktsteuerung“, während der sogenannten EWS-Turbulenzen im September 1992 und im Juli/August 1993 mehr als bestanden (vgl. dazu Rohde 1995, S.256 ff.). In dieser Phase gelang es der Bundesbank wiederholt, die aus den obligatorischen und intramarginalen Interventionen im EWS resultierende Zentralbankgeldbereitstellung, die mit Beträgen von 92 Mrd.DM (im September 1992) und rund 60 Mrd. DM (Ende Juli/Anfang August 1993) in bis dahin unvorstellbare Größenordnungen gewachsen ist, flexibel und insbesondere zeitnah zu sterilisieren bzw. zu neutralisieren. Durch ihre Strategie einer flexiblen Geldmarktsteuerung konnte sie selbst kurzfristig wesentliche Zinsschwankungen am Geldmarkt verhindern und somit jederzeit die vollständige Kontrolle über das Geldmarktgeschehen beibehalten.

Vor diesem Hintergrund beruhigt es zu wissen, daß, wie die folgende Gegenüberstellung zeigt, das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) ein der Bundesbank weitgehend vergleichbares, wenn auch z.T. mit anderen Bezeichnungen versehenes geld- und kreditpolitisches Instrumentarium erhalten wird. Die diesbezüglichen weitgediehenen Vorschläge des Europäischen Währungsinstituts (EWI), die noch der offiziellen Bestätigung und ggf. Verfeinerung des EZB-Rates bedürfen, deuten insgesamt aber auf eine noch einfachere und flexiblere Einsetzbarkeit des Instrumentariums, verglichen mit der Handhabung der Instrumente der Bundesbank, hin (vgl. auch LZB 1998, S.48 ff.). Damit wird es auch der Europäischen Zentralbank möglich sein, über die geldpolitisch effiziente Strategie einer flexiblen Geldmarktsteuerung das Geschehen auf dem europäischen Geldmarkt jederzeit zu kontrollieren. Entscheidend dafür ist, daß die Europäische Zentralbank mit einer Spitzenrefinanzierungsfazität zur Liquiditätsbereitstellung auf der einen und mit einer Einlagenfazität zur Liquiditätsabschöpfung auf der anderen Seite, jeweils als ständig nutzbare Fazität, auch in Zukunft eine Zinsobergrenze und eine Zinsuntergrenze sowie den Umfang der Spanne dazwischen am europäischen Geldmarkt fixieren kann.

Es wird allerdings abzuwarten bleiben, wie sich, allerdings nur auf Deutschland bezogen, der Wegfall zweier klassischer Leitzinsen (Diskontsatz und Lombardsatz) auf die Transmission zinspolitischer Impulse im monetären Sektor auswirken wird. Zwar haben der Lombardsatz und insbesondere der Diskontsatz bereits seit der Aufhebung der Zinsbindung in Deutschland im Jahre 1967 ihren Charakter als offizielle Leitzinsen eingebüßt. Zudem wurden diese beiden Sätze spätestens seit Mitte der 80er Jahre von der Bundesbank überwiegend nur noch konstatierend geändert, d h. erst im Anschluß an die durch die Wertpapierpensionssätze vorgezeichnete zinspolitische Linie angepaßt. Jedoch

zeigte sich bis in die jüngste Zeit, daß Diskontsatzänderungen für eine unverzügliche Weitergabe der damit verbundenen geldpolitischen Zinsimpulse, zumindest bis zu den Sollkonditionen (Zinssätze für Kontokorrentkredite und Wechseldiskontkredite) der Kreditinstitute, eine sehr hohe Relevanz besitzen (vgl. Rohde 1996, S.84 ff.). Dafür mögen psychologische Gründe verantwortlich sein. So ist der Diskontsatz aufgrund seiner ursprünglichen offiziellen Leitzinsfunktion noch immer sehr stark im Bewußtsein der Wirtschaftsteilnehmer verwurzelt, so daß die Anpassung der Bankkonditionen im Gefolge von Diskontsatzänderungen auf eine breite Akzeptanz stoßen. In die gleiche Richtung wirkt zudem, daß auch nach 1967, und zwar bis heute, viele Kreditverträge auf freiwilliger Basis mit Diskontgleitklauseln versehen sind. Für eine effiziente Ausbreitung zinspolitischer Impulse der Europäischen Zentralbank wird es also darauf ankommen, ähnlich tief im Bewußtsein der Wirtschaftsteilnehmer verankerte Leitzinsen zu etablieren. Daß dies gelingen mag, zeigt sich auch daran, daß der anfangs in der breiten deutschen Öffentlichkeit völlig unbekanntes Wertpapierpensionsgesetz in relativ kurzer Zeit als sogenannter 3. Leitzins zunehmend akzeptiert wird.

Tabelle 1

**Geld- und kreditpolitische Instrumente des Europäischen Systems
der Zentralbanken (ESZB) und der Deutschen Bundesbank**

ESZB	Deutsche Bundesbank
<u>Offenmarktgeschäfte</u>	
Hauptrefinanzierungsinstrument als Zins- oder Mengentender	Wertpapierpensionsgeschäfte als Zins- oder Mengentender
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte i. d. R. als Zinstender	
Feinststeuerungsoperationen ⇒ Befristete Transaktionen ⇒ Devisenswapgeschäfte ⇒ Outrightgeschäfte ⇒ Hereinnahme von Termineinlagen	Feinststeuerungsoperationen ⇒ Wertpapierpensionsgeschäfte als Schnelltender ⇒ Devisenswap- und Devisenpensions- geschäfte ⇒ Schatzwechselabgaben
Strukturelle Operationen ⇒ Outrightgeschäfte ⇒ Befristete Transaktionen ⇒ Emission von Schuldverschreibungen	Strukturelle Operationen ⇒ Outrightgeschäfte mit Kapitalmarkt- papieren ⇒ Liquiditätspapiere
<u>Ständige Fazilitäten</u>	
Spitzenrefinanzierungsfazilität (Liquiditätsbereitstellung)	Lombardkredit (Liquiditätsbereitstellung)
Einlagenfazilität (Liquiditätsabschöpfung)	Diskontkredit (Liquiditätsbereitstellung)

Zentralere Auswirkungen für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik in Europa dürfte allerdings ein etwaiger Wegfall des Instruments der Mindestreservepolitik haben. Über die Einführung und Ausgestaltung dieses wohl strittigsten geldpolitischen Instrumentes muß der EZB-Rat nach Aufnahme der Tätigkeit der Europäischen Zentralbank erst noch grundlegend entscheiden. Problematisch wäre ein Verzicht auf die Mindestreservepolitik insbesondere deshalb, weil die Mindestreservepolitik das einzige geldpolitische Instrument ist, das einen stabilen, d.h. kalkulierbaren Bedarf an Zentralbankgeld entstehen läßt. Der Zentralbankgeldbedarf ist praktisch der Zügel, an dem eine Zentralbank die Kreditinstitute führt. Ohne einen hinreichend hohen Zentralbankgeldbedarf kann eine Geldpolitik nicht funktionieren. Denn Geldpolitik läuft ja gerade über die Art und Weise der Deckung des Zentralbankgeldbedarfs.

Die Gegner der Mindestreservepolitik wissen um die Wichtigkeit des Zentralbankgeldbedarfs für eine wirksame geldpolitische Steuerung (vgl. dazu und zu den folgenden Überlegungen Rohde/Simmert 1986, S.404 ff.). Deshalb lautet ihr Argument, daß auch bei Abschaffung dieses Instrumentes der Zentralbankgeldbedarf der Kreditinstitute hinreichend groß bleibt, und zwar durch den bestehenden Bargeldbedarf der Wirtschaft und als Folge einer freiwilligen Reservehaltung der Kreditinstitute zur Abwicklung des Überweisungsverkehrs zwischen Banken über das Zahlungsverkehrsnetz der Zentralbank.

Allerdings muß in diesem Zusammenhang bedacht werden, daß auf der einen Seite der Bargeldumlauf, zumal der im europäischen Vergleich sehr hohe Bargeldumlauf in Deutschland, keine im Zeitablauf unveränderbare Größe ist. Innovationen im Zahlungsverkehr lassen einen in Zukunft stark sinkenden Bargeldbedarf zumindest nicht unrealistisch erscheinen. Zum anderen hat eine freiwillige Reservehaltung der Kreditinstitute eine ganz andere Qualität als eine gesetzliche Zwangsreserve. Während eine Zwangsreserve im Zuge der monetären Expansion automatisch einen unabwendbaren Zentralbankgeldbedarf entstehen läßt, abhängig von der Höhe des Zuwachses der mindestreservepflichtigen Einlagen und der jeweiligen Höhe der Mindestreservesätze, wird der Umfang einer freiwilligen Reservehaltung von den technischen Möglichkeiten des Interbankenzahlungsverkehrs sowie vom subjektiven Entscheidungs- und Risikoverhalten des Bankenmanagements geprägt. Deshalb dürfte ein daraus ableitbarer Zentralbankgeldbedarf im Zeitablauf ebenfalls eher rückläufig sein. In Deutschland wurde beispielsweise die freiwillige Zentralbankgeldhaltung der Kreditinstitute Mitte der 80er Jahre noch bei ca. 50 Mrd.DM angesiedelt, heute dürfte der Umfang eher bei der aktuellen Höhe des deutschen Mindestreserve-Solls liegen, also knapp über 40 Mrd.DM.

Ein im Zeitablauf spürbar rückläufiger Zentralbankgeldbedarf wird eine wirksame geldpolitische Steuerung zunehmend erschweren. Damit würde der Europäischen Zentralbank, ohne ein Instrument der Mindestreservepolitik mit hinreichend hohen Mindestreservesätzen, ein wesentliches Element für eine effiziente, stabilitätsorientierte Geldpolitik fehlen und dies in einer Phase, in der

diese neugeschaffene Institution ihr Renommee als Hüterin der Stabilität in Europa erst noch aufbauen muß. Allerdings dürfte die Ablehnungsfront gegenüber der Mindestreservpolitik spätestens dann abbröckeln, wenn bei einem anfänglichen Verzicht auf dieses Instrument, infolge einer dann im Monatsverlauf zu erwartenden wesentlich instabileren und damit unkalkulierbareren Entwicklung des Zentralbankgeldbedarfs ein zunehmender kurzfristiger Feinsteuerungsbedarf der Europäischen Zentralbank erforderlich wird. Die Abwicklung von Feinsteuerungsgeschäften, die grundsätzlich innerhalb von Stunden wirksam werden müssen, wird selektiv, d.h. mit einer geringen Anzahl von Kreditinstituten, die eine entsprechende leistungsfähige Geldhandelsabteilung besitzen und über ein hinreichendes Bietungspotential verfügen, vollzogen. Aus Praktikabilitätsgründen dürften dafür eher große und geldmarktaktive, am Sitz der EZB in Frankfurt am Main ansässige Kreditinstitute in Betracht kommen. Ein zunehmender Feinsteuerungsbedarf impliziert damit eine Wettbewerbsverzerrung zugunsten der bei Feinsteuerungsmaßnahmen berücksichtigten einzelnen großen Kreditinstitute und zu Lasten vieler auch kleinerer Geschäftsbanken. Diese selektiven Effekte der Geldpolitik sollten einem „...im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb...“ (Art. 105(1) EG-Vertrag) handelnden ESZB die Einführung des Mindestreserveinstruments erleichtern. Denn nur eine einigermaßen gut und sicher kalkulierbare Entwicklung des Zentralbankgeldbedarfs, wie mit dem Instrument der Mindestreservpolitik gewährleistet, erlaubt eine Zentralbankgeldbereitstellung im wesentlichen über das Hauptrefinanzierungsinstrument, und damit wettbewerbsneutraler, unter Beteiligung möglichst vieler und damit auch kleinerer Kreditinstitute im gesamten europäischen Währungsgebiet.

D. Zur geldpolitischen Strategie

Neben dem institutionellen Rahmen und dem geld- und kreditpolitischen Instrumentarium gehört schließlich eine adäquate geldpolitische Strategie zu einem wesentlichen Element einer stabilitätsorientierten Geldpolitik. Ziel geldpolitischer Strategien ist es, die Geldpolitik transparent bzw. kalkulierbar und glaubwürdig zu machen. Dies wird ein zentraler Punkt in der Anfangsphase der Europäischen Zentralbank sein. Interessanterweise werden für das Europäische System der Zentralbanken nur zwei geldpolitische Strategien erörtert. Zum einen die Strategie eines Geldmengenziels, zum anderen die Strategie eines direkten Inflationsziels. Die Deutsche Bundesbank favorisiert eine Politik der Vorgabe von Geldmengenzielen.

Ende 1974 ist die Bundesbank als erste Notenbank dazu übergegangen, ihre Geldpolitik an jährlich vorgegebenen und verkündeten Zuwachsraten für ein Geldmengenaggregat auszurichten (vgl. Rohde 1988, S.525 ff.). Alle bedeutenden Zentralbanken der westlichen Industrieländer schlossen sich zunächst dieser

Vorgehensweise an. So verkündete die Bundesbank beispielsweise für das Jahr 1998 eine angestrebte Zuwachsrates für die Geldmenge M3 (bestehend aus dem Bargeldumlauf der Nichtbanken und den Sichteinlagen, den Termineinlagen mit einer Laufzeit bis unter vier Jahren sowie den Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist, jeweils von inländischen Nichtbanken bei inländischen Kreditinstituten, in Höhe von 3,0 bis 6,0% (1997: 3,5 bis 6,5 %).

Grundlage der Zielableitung bilden sogenannte gesamtwirtschaftliche Eckdaten (Wachstum des Produktionspotentials, eine normative Preiskomponente, und ein trendmäßiger Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes), auf deren Basis ein Geldmengenwachstum angestrebt wird, das die Preisniveaustabilität sichern soll und gleichzeitig die Gewähr für ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum bietet. Kernidee einer solchen Strategie ist es, daß im Falle eines stärkeren als im Zielwert zum Ausdruck kommenden Geldmengenwachstums und den nach diesem Konzept daraus unmittelbar drohenden Inflationsgefahren von der Geldpolitik eher restriktive, zinserhöhende Maßnahmen zu erwarten sein sollten. Während eine unter dem Zielwert verlaufende tatsächliche Zuwachsrates der Geldmenge eher Rückschlüsse auf eine expansivere, zinsenkende Ausrichtung der Geldpolitik erlauben sollte.

Nimmt man eine knappe Erfolgsbeurteilung dieser Strategie der Bundesbank vor, so kommt man zu folgendem Ergebnis: Von 23 Geldmengenzielen (für die Jahre 1975 bis 1997) wurden immerhin 11 nicht erreicht bzw. verfehlt. In den Jahren 1992 bis 1996, um nur einen Zeitraum exemplarisch herauszunehmen, ergaben sich fast ausschließlich mehr oder weniger große Zielüberschreitungen (Ausnahme 1995). Ungeachtet dieser Geldmengenzielüberschreitungen kam es in diesem Zeitraum zu erheblichen geldpolitisch induzierten Zinssenkungen. Der sogenannte 3. Leitzins (Wertpapierpensionssatz) wurde von der Bundesbank von 9,7% Mitte 1992 auf 3,0% Mitte 1997 zurückgeführt. Die Inflationsrate, gemessen am Preisindex für die Lebenshaltung, sank derweil in Deutschland von 5,1% (1992) auf 1,5% (1996).

Trotzdem behauptet die Bundesbank bis in die jüngste Zeit, es bestünde ein empirisch nachgewiesener stabiler Zusammenhang zwischen der Geldmengen- und der Preisniveauentwicklung (vgl. Deutsche Bundesbank 1998 a, S.22). Eine Geldmengenänderung schlägt sich, so die Bundesbank in einem eher wissenschaftlich ausgerichteten Beitrag, mit einer Verzögerung von 10 Quartalen gleichgerichtet auf das Preisniveau nieder (vgl. Deutsche Bundesbank 1992, S.20 ff.). Allerdings sind auch Mitte 1998, und damit bereits mehr als 20 Quartale nach den Geldmengenzielüberschreitungen, keine Inflationsgefahren in Deutschland erkennbar.

Daneben existiert bei dieser Strategie u.a. auch das Problem der Abgrenzung der sogenannten relevanten Geldmenge, also der Geldmenge, die für die Wirtschaftsaktivität in einer Volkswirtschaft die höchste Relevanz aufweist. Ist die Abgrenzungsfrage bereits für ein einzelnes Land nur schwierig und vor dem

Hintergrund eines zunehmenden Offenheitsgrades der Volkswirtschaften vielleicht überhaupt nicht befriedigend zu lösen, so gilt das erst recht für die Findung einer relevanten Geldmenge in einer Gruppe von 11 Ländern, mit unabhängig voneinander gewachsenen Kassenhaltungsgewohnheiten. Zumal in diesem Zusammenhang nicht auszuschließen ist, daß sich durch die Einführung einer neuen Währung spürbare Umstellungen und Umschichtungen in der Geldhaltung der Wirtschaftsteilnehmer ergeben, mit starken, nicht zu prognostizierenden Schwankungen der Geldmenge. So wird denn auch davor gewarnt, die Ergebnisse der Vergangenheit in den einzelnen Ländern einfach auf die künftigen Verhältnisse in der Währungsunion zu übertragen: „Einkommens- und Zinselastizitäten für die Nachfrage nach einem Geld zu schätzen, das es noch gar nicht gibt, ist nun einmal nicht möglich. Goodhart's Law gilt hier vielen als Warnung, daß der Versuch einer Geldmengensteuerung die (gegebenenfalls, Anm. d. Verf.) zuvor stabilen Relationen destabilisieren könnte.“ (Issing 1998, S.8).

Es verwundert deshalb nicht, daß Geldmengenziele heute an den Finanzmärkten eigentlich kaum noch ernst genommen werden. Sie machen die Geldpolitik eben nicht transparent und kalkulierbar. Denn wenn es in der Tat immer wieder sogenannte Sonderfaktoren gab und gibt, die es geraten erscheinen ließen und lassen, Zielabweichungen zu tolerieren, dann gerät eine Geldpolitik, die nach außen streng an der Vorgabe von Geldmengenzielen festhält, fast zwangsläufig in ein Glaubwürdigkeitsdilemma. Es wird der Öffentlichkeit eine Selbstbindung suggeriert, an die sich die Geldpolitik jedoch immer wieder nicht hält, bzw. auch nicht halten kann. Oder wie es Geigant bereits 1982 drastisch und provozierend formuliert hat: „Am Ende bringt der Zielfirlefnanz mehr Destabilisierung als die alte Hau-ruck-Methode diskretionärer Steuerung, deren gelegentliches Versagen wenigstens nicht so starke Signalwirkungen hat(te).“ (Geigant 1982, S.118). Zahlreiche Länder haben infolge dessen Abschied von einer Politik mit Geldmengenzielen genommen. Klarer Favorit für eine neue Strategie ist seitdem die Vorgabe eines direkten Inflationsziels, wie beispielsweise in England, Schweden, Finnland, Spanien, Kanada und Neuseeland praktiziert.

Als Ziel im Rahmen einer solchen Strategie wird beispielsweise angestrebt, daß die Inflationsrate mittelfristig in einem Band von 1-4% liegen soll und längerfristig unter 2%. Die Idee dieser Strategie ist nun, daß im Falle einer höheren erwarteten Inflationsrate, verglichen mit den Zielwerten, die Geldpolitik einen eher restriktiveren Kurs einschlagen dürfte, während eine unter den Zielwerten verlaufende erwartete Inflationsrate ein Signal für eine eher expansivere Ausrichtung der Geldpolitik ist.

Neben einigen anderen Aspekten (Abgrenzung der relevanten Inflationsrate, lange und variable Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Maßnahmen), scheint ein zentrales Problem der Strategie eines direkten Inflationsziels darin zu liegen, daß die Inflationsrate ein sogenannter Spätindikator ist. Bei Ausrich-

tion an einem Spätindikator unterliegt die geldpolitische Steuerung der Gefahr, prozyklisch zu wirken und zu einer Verstärkung konjunktureller Ausschläge beizutragen. Eine solche Gefahr besteht insbesondere deshalb, weil diese Strategie, aufgrund der Schwierigkeiten von eindeutigen Inflationsprognosen bzw. bei der Messung von Inflationserwartungen und unter dem Aspekt der öffentlichen Akzeptanz geldpolitischer Maßnahmen, der Geldpolitik Anlaß geben dürfte, erst viel zu spät, nämlich in Fehlentwicklungsphasen tätig zu werden und nicht bereits in den diesen Phasen vorangehenden Gefährdungsphasen, wenn an der tatsächlich gemessenen Inflationsrate eine drohende Stabilitätsgefährdung noch nicht erkennbar ist und auch die Inflationsprognosen noch nicht eindeutige Ergebnisse liefern. „Die von den Zentralbanken publizierten Inflationsprognosen sind (nämlich, Anm.d.Verf.) ein Kondensat aus komplexen ökonomischen Modellen, Einzelindikatoren und einer gehörigen Portion subjektiver Einschätzung. Sie sind daher (...) für die breite Öffentlichkeit kaum nachvollziehbar.“ (Issing 1998, S.9).

Es ist fraglich, ob das ESZB mit einer Strategie, die „...meist nicht aufgrund der Anerkennung einer prinzipiellen theoretischen oder empirischen Überlegenheit...“ (Deutsche Bundesbank 1998 b, S.41), sondern primär aus der Not des Scheiterns der Strategie eines Geldmengenziels und des Beharrens auf einem Mono-Indikatorenansatz geboren wurde, seine auf Vertrauensgewinn ausgerichtete Arbeit aufnehmen sollte. Die gepriesenen Erfolge dieser Strategie, die in einer Phase weltweiter Rückgänge der Inflationsraten erzielt wurden und die deshalb ihre eigentliche Bewährungsprobe erst noch bestehen muß, sollten deshalb auch nicht überbewertet werden. Jedenfalls geben sie keinen hinreichenden Anlaß, dem ESZB diese Strategie zu empfehlen.

Für eine erfolgreiche geldpolitische Strategie sollten einige Kernelemente bedacht werden. Zum einen wirken geldpolitische Maßnahmen unmittelbar auf die Kreditinstitute. Das bedeutet, Größen, an denen die Geldpolitik sich orientieren soll (geldpolitische Zielgrößen), müssen aus dem Bereich stammen, in dem eine Zentralbank mit ihren Instrumenten tätig ist, also aus dem monetären Bereich. Zum anderen muß es in die Irre führen, die Geldpolitik, und sei es auch nur nach außen, allein an einer einzigen Größe beurteilen oder beschreiben zu wollen. Es ist unmöglich, das geldpolitische Umfeld bzw. die Lage der monetären Expansio und damit die Frage, ob Stabilitätsgefahren vorliegen oder nicht, nur an einer einzigen Indikatorgröße feststellen zu können. In keinem anderen Bereich oder Teilbereich der Wirtschaftspolitik käme man auf die Idee, eine glaubwürdige Lagebeurteilung bzw. einen Handlungsbedarf an nur einer einzigen Größe festzumachen.

Insofern sollte für das ESZB keine Einzelgrößenstrategie, sondern nur eine Mehr-Indikatorenstrategie herangezogen werden. Nur ein Mehr-Indikatorenansatz, der alle Größen des monetären Bereichs umfaßt: Geldmengenaggregate, Kreditvolumen, Zinsen, Zinsstruktur, reale und nominale Wechselkurse, Liquiditätsausstattung der Banken etc., vermag eine realistische und damit vertrau-

ensbildende Beschreibung der Geldpolitik und eine vertrauensbildende Basis für geldpolitische Maßnahmen zu liefern. Und die Schaffung von Vertrauen ist eine unabdingbare Voraussetzung für eine erfolgreiche stabilitätsorientierte Geldpolitik. Dies gilt insbesondere, wenn diese Geldpolitik von einer neuzuschaffenden Institution ausgeführt wird.

E. Fazit

Abschließend und zusammenfassend bleibt somit festzustellen, daß das schwächste Glied in der Kette der Vorkehrungen für einen stabilen Euro, die, wie in den vorangehenden Darlegungen aufgezeigt, aus dem institutionellen Rahmen, den geld- und kreditpolitischen Instrumenten und der geldpolitischen Strategie besteht, in den diskutierten und dann in Reinkultur bzw. in Mischform umgesetzten geldpolitischen Steuerungsstrategien liegt. Insofern ist es unverständlich, daß in der öffentlichen Diskussion, das stärkste Glied, der institutionelle Rahmen, einen ungleich höheren Stellenwert eingenommen hat, als die für einen stabilen Euro nicht weniger wichtigen instrumentellen und steuerungsstrategischen Vorkehrungen.

Literaturverzeichnis

- Bofinger*, P. (1996): Die Krise der europäischen Währungsintegration: Ursachen und Lösungsansätze, in: Wirtschaftsdienst, Nr. 1, 76. Jg. 1996, S. 30 – 36.
- Deutsche Bundesbank (1998a): Überprüfung der Geldmengenorientierung 1997/98 und Konkretisierung des Geldmengenziels für 1998, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Nr. 1, 50. Jg. 1998, S. 17 – 31.
- (1998b): Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, in: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Nr. 1, 50. Jg. 1998, S. 33 – 47.
- (1992): Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 1, 44. Jg. 1992, S. 20 – 29.
- (1990): Stellungnahme der Deutschen Bundesbank zur Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion in Europa, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 10, 42. Jg. 1990, S. 41 – 45.
- Geigant*, F. (1998): Legalität und Legitimität. Die Autonomie staatlicher Einrichtungen am Beispiel des Zentralbankwesens, in: Koslowski, Peter / Schenk, Richard (Hrsg.), Jahrbuch für Philosophie des Forschungsinstituts für Philosophie Hannover, Band 9, 1998, S. 191 – 232.
- (1982): Der Beitrag der Geldpolitik, in: Vogel, Otto (Hrsg.), Wirtschaftspolitik der achtziger Jahre, Möglichkeiten einer angebotsorientierten Wirtschaftspolitik, Köln 1982, S. 101 – 122.

- Issing, O.* (1998): Welche geldpolitische Strategie für die EZB?, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 29, 1998, S. 6 – 11.
- Köhler, C.* (1996): Preisstabilität und Vollbeschäftigung in einer globalen Wirtschaft, Der Beitrag einer potentialorientierten Geld- und Kreditpolitik, Landsberg/Lech 1996.
- (1985): Hat sich das Bundesbankgesetz bewährt?, in: Friedrich-Ebert-Stiftung (Hrsg.), Wirtschaftspolitik in der 80er Jahren, Bonn 1985, S. 5 – 22.
- (1977): Geldwirtschaft, Erster Band, Geldversorgung und Kreditpolitik, 2., veränderte Auflage, Berlin 1977.
- Landeszentralbank in der Freien und Hansestadt Hamburg, in Mecklenburg-Vorpommern und Schleswig-Holstein, Hauptverwaltung der Deutschen Bundesbank (1998), Bericht über das Jahr 1997.
- Pohl, R.* (1998): Von der D-Mark zum Euro, Eine Übergangsbilanz, Geldpolitischer Kommentar, Winter 1997/98, in: Institut für Empirische Wirtschaftsforschung, Halle, Januar 1998,
- Rohde, A.* (1996): Internationalisierung der Geldpolitik, Eine Analyse internationaler Einflüsse auf die nationale Geldpolitik, Berlin 1996.
- (1995): Geldmarkt und Geldmarktsteuerung in der Bundesrepublik Deutschland, in: Francke, Hans-Hermann / Ketzler, Eberhart (Hrsg.), Konzepte und Erfahrungen der Geldpolitik, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 13, 1995, S. 243 – 266.
- (1988): Anmerkungen zum geldmengenzielorientierten Konzept der Deutschen Bundesbank, in: Heilmann, Wolf-Rüdiger et al. (Hrsg.), Geld, Banken und Versicherungen 1987, Band I, Karlsruhe 1988, S. 525 – 538.
- und *Simmert, D. B.* (1986): Mindestreserven: Ein überflüssiges Instrument der Geldpolitik?, in: Wirtschaftsdienst, Nr.8, 66. Jg. 1986, S. 404 – 410.

Die Bundesbank als Vorbild? Die Europäische Zentralbank und ihre stabilitätspolitische Effizienz

Von Oliver Budzinski, Jörg Jasper und Reinhard Kohler

A. Einleitung

Die Frage, ob das zu gründende Europäische System der Zentralbanken in der Lage sein wird, eine der Deutschen Bundesbank vergleichbare Währungsstabilität zu gewährleisten, ist seit Beginn der 90er Jahre eines der meistdiskutierten Themen in der ökonomischen Literatur.¹ Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) inklusive seines ausführenden Organs, der Europäischen Zentralbank (EZB), ist in ihrem institutionellen Charakter der Deutschen Bundesbank nachempfunden. Dies betrifft sowohl die Unabhängigkeit geldpolitischer Entscheidungen mit Ausnahme des Wechselkursbereichs als auch die Festlegung auf das vorrangige Ziel der Preisniveaustabilität.² Damit wird die Entwicklung der Deutschen Mark zu einer der bedeutendsten und stabilsten Währungen der Welt honoriert, ein Erfolg, welcher vor allem der Deutschen Bundesbank zugeschrieben wird.

Fast zwangsläufig ergibt sich somit die Forderung, das ESZB solle zu einer Fortsetzung des „Erfolgsmodells Bundesbank“ werden, um deren stabilitätspolitische Erfolge im größeren europäischen Rahmen weiterzuführen. Diese Sicht ist aber schon deswegen fragwürdig, weil die Bundesbank mit ihrer Restriktionspolitik häufig tendenziell preistreibend gewirkt hat. Dies zeigte sich erst in jüngster Vergangenheit, als sich die Auswirkungen ihrer Kontraktionspolitik noch in den Abschwung, der auf den kurzen Wiedervereinigungsboom folgte, hinein fortsetzten.

¹ Die Fülle der Beiträge zu diesem Thema ist mittlerweile kaum noch zu überschauen. Vgl. z.B. für eine erste Meinungsübersicht Franz (Hrsg.), 1990; zu Vorüberlegungen zu einem „EuroFed“ Harden, 1990; weiterhin Kösters, 1991; Siebert, 1992; Vaubel, 1993; Gischer, 1993; Wagner 1995, Kap. IV.2.; Herz, 1996, 1997; Welfens, 1996; Stadermann, 1996; Vaubel, 1997; kritische Auffassungen mehrerer Autoren zur Währungsunion finden sich bei Willeke, 1997.

² Im Vertrag ist - ökonomisch nicht ganz korrekt - von *Preisstabilität* (Art. 105 (1) EG-Vertrag) die Rede.

Bei der Untersuchung der Frage nach dem „Vorbild Bundesbank“ sind zunächst grundsätzliche Probleme der stabilitätspolitischen Wirksamkeit der Bundesbankpolitik zu erörtern (Abschnitt B.), um anschließend zu untersuchen, ob diese Steuerungsdefizite im größeren europäischen Rahmen nicht sogar verstärkt werden (Abschnitt C.), so daß eine Übernahme der Bundesbankstrategie durch das ESZB kaum noch empfohlen werden kann. Dabei betrachten wir vor allem Effekte, die sich durch die Größe und stärkere Heterogenität des neuen Währungsraumes ergeben.

B. Probleme der stabilitätspolitischen Wirksamkeit der Geldmengensteuerung der Deutschen Bundesbank

Die Bundesbank verfolgt seit gut 20 Jahren die Strategie einer potentialorientierten Geldmengenpolitik. Der Geldmenge kommt dabei - aktuell in der Abgrenzung M3 - die Funktion der zu steuernden Zwischenzielgröße zu.³ Theoretische Grundlage des Bundesbankkonzepts ist die monetaristische Idee einer versterigten Geldpolitik im Gegensatz zu den eher keynesianischen Vorstellungen von antizyklischen, diskretionären (Geld-) Politikstrategien. Das Geldmengenziel leitet sich dabei in erster Linie vom Wachstum des Produktionspotentials ab, korrigiert um die trendmäßige Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit sowie - als Niveauparameter - um die angestrebte („unvermeidliche“) Inflationsrate, und beruht somit letztlich auf der Quantitätstheorie des Geldes. Jährlich wird das so ermittelte Geldmengenziel in Form eines Zielkorridors im voraus publik gemacht.⁴ Als Instrumente zur Durchsetzung dieses Zieles dienen der Bundesbank die Offenmarktpolitik, die Diskont- und Lombardpolitik und die Mindestreservepolitik.⁵

Die Bundesbank stützt sich insb. auf zwei geldtheoretische Transmissionsmechanismen:

- Der kredittheoretische Ansatz zielt auf die Kreditschöpfung der Geschäftsbanken. Hierbei versucht die Zentralbank, die freie Liquidität der Geschäftsbanken zu steuern, um durch eine Ausweitung (Verbilligung) bzw. Einschränkung (Verteuerung) der Kredite die Geldmenge und dadurch die Gesamtnachfrage auf den Gütermärkten zu steigern bzw. zu verringern,

³ Die Geldmenge M3 beinhaltet den Bargeldumlauf, Sichteinlagen, Termineinlagen bis unter 4 Jahre sowie Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist (jeweils von inländischen Nichtbanken im inländischen Bankensektor).

⁴ Zu dieser - knappen - Schilderung des Bundesbankkonzepts vgl. stellvertretend für viele Pohl, 1996, S. 181 ff. und Issing, 1995, S. 18 ff.

⁵ Besondere Bedeutung kommt in jüngerer Zeit den Wertpapierpensionsgeschäften zu, vgl. Issing, 1995, S. 23.

wodurch vor allem inflationäre, aber auch deflationäre, Prozesse gedämpft werden sollen.

- Der vermögenstheoretische Ansatz zielt auf die Portfoliostruktur der Wirtschaftssubjekte. Durch Ausweitung des Finanzaktivaangebots bzw. der Finanzaktivanachfrage versucht die Zentralbank, die Rendite der Finanztitel zu erhöhen bzw. zu senken, um Substitutionsprozesse weg von bzw. hin zu Transaktionskasse und Sachaktiva zu bewirken, wodurch dann wiederum Geldmenge und Gesamtnachfrage auf den Gütermärkten verringert bzw. gesteigert werden sollen.

Beide Transmissionsmechanismen sind nicht unabhängig voneinander, sondern wirken komplementär, so daß eine strikte Unterscheidung in der geldpolitischen Praxis nicht angemessen ist.⁶ Auch die Bundesbank wirkt mit dem von ihr verwendeten Policy-Mix auf beide Transmissionskanäle. Insb. unter stabilitätspolitischen Aspekten sind die Steuerungsmöglichkeiten der Bundesbank und die Wirkung ihrer Politik jedoch kritisch zu betrachten.

I. Grenzen der Steuerung der Geld- und Kreditschöpfung

Die Geschäftsbanken sind zur Beschaffung von Liquidität nicht ausschließlich auf die - zunächst einmal steuerbare - Refinanzierung durch Zentralbankgeld bzw. -kredite angewiesen, sondern können auch kurzfristige Interbankenforderungen sowie alle Arten kurzfristiger inländischer und ausländischer Refinanzierungsmöglichkeiten nutzen.⁷ Insb. die weit vorangeschrittene Globalisierung der Euromärkte verhindert dabei eine gezielte Steuerung dieses Bereichs durch nationale Zentralbanken.

Zum anderen fließt der Wirtschaft nachfragewirksame Liquidität nicht nur durch Geschäftsbanken, sondern auch durch paramonetäre Finanzintermediäre zu, welche ebenfalls zur Kreditschöpfung beitragen, aber nicht oder kaum durch die Bundesbank kontrolliert und in der Geldmengenzielgröße nicht erfaßt werden (können). In diesen Bereich gehören bspw. Versicherungen, Bausparkassen, Handels- und Lieferantenkredite, Firmenbanken (für Raten- und Kreditkäufe sowie Leasinggeschäfte), Kapitalanlage- und Investmentgesellschaften und Kapitalbeteiligungs- bzw. Venture-Capital-Gesellschaften.⁸ In Verbindung mit Finanzinnovationen gewinnen insb. Kundenkreditkarten von großen Handelsunternehmen, Travel & Entertainment Cards eigens dafür gegründeter Gesell-

⁶ Vgl. Cassel, 1995, S. 150 und Issing / Bischofberger, 1996, S. 124.

⁷ Vgl. Kohler, 1979, S. 34 f., 42 ff.

⁸ Vgl. Kohler, 1979, S. 102, 108 ff., 126 ff., 134 ff. Die Globalisierung der Finanzmärkte bewirkt hierbei eine steigende Bedeutung von paramonetären Finanzintermediären auf den Geldangebotsprozeß, vgl. Francke, 1988, S. 267 ff.

schaften sowie das Firmenbankengeschäft der Industrie gegenwärtig rapide an Bedeutung.

Drittens bewirkt das mit einer restriktiven Geldpolitik in beiden Transmissionskanälen einhergehende höhere Zinsniveau unter Umständen (in Abhängigkeit vom Realzins sowie von der Wechselkursentwicklung) Kapitalimporte, welche gleichfalls die inländische Liquidität erhöhen.⁹ Auch Leistungsbilanzüberschüsse, spekulative Kapitalbewegungen sowie Sicherheitsmotive (Ankerwährung) können dem gewünschten Effekt einer restriktiven Geldpolitik entgegen wirken.

Schließlich entstehen selbst bei der Refinanzierungspolitik Grenzen: Die Bundesbank ist im Ernstfall gezwungen, eine übermäßige Kreditschöpfung des Bankensystems zu finanzieren, will sie nicht das Vertrauen in das Bankensystem untergraben und Bankenruns mit resultierenden massiven ökonomischen Turbulenzen riskieren. Somit unterliegt sie der Gefahr, in das Schlepptau¹⁰ der Geschäftsbanken zu geraten und deren Liquiditätswünsche lediglich verteuern aber nicht abschneiden zu können. Die Akteure wissen dies, insofern verringert sich die Steuerungskompetenz der Zentralbank auf die Geschäftsbanken.

II. Stabilitätspolitische Wirkungen der Bundesbankpolitik

Für die gewünschte inflationsdämpfende Wirkung einer restriktiven Geldpolitik ist der Zusammenhang zu den Gütermärkten und der dortigen Nachfrage relevant. Auch dieses Ende der Transmission geldpolitischer Impulse muß hinterfragt werden.

Die Investitionstätigkeit der Unternehmen hängt auch - aber nicht ausschließlich - von der Höhe der Zinsen (Kosten der Kreditfinanzierung) ab. Für kurzfristige Erweiterungsinvestitionen sind von größerer Bedeutung die Erwartungen über die kurzfristige Entwicklung von Gewinn, Nachfrage, Absatz und Preisen sowie die aktuelle Liquidität der Unternehmen (Selbstfinanzierung) und die Möglichkeiten und Kosten, das Eigenkapital zu vergrößern (Einlagenfinanzierung). In Phasen boomender Konjunktur ist es wahrscheinlich, daß sich solche Investitionen auch bei hohen Zinsen schnell amortisieren. Langfristige Investitionen sind ohnedies kaum konjunktur- und zinsempfindlich, da mit einer durchschnittlichen (Finanzierungs-) Kostenbelastung über den längeren Investitionszeitraum gerechnet werden muß. Zinsinduzierte Verschiebungen des Investitionsstarts sind nur bedingt möglich. Als bestimmende Größen treten hier

⁹ Vgl. Kohler, 1979, S. 58 ff.

¹⁰ Vgl. Köhler, 1974 und Kohler, 1979, S. 44, 64 f.

auch technischer Fortschritt, Unternehmensstrategie und mögliche Subventionen hinzu.¹¹

Ein hohes Zinsniveau aufgrund restriktiver Geldpolitik entfaltet im Konjunkturverlauf asymmetrische Wirkungen auf die ökonomischen Daten. Im Boom werden die steigenden Kreditkosten (Zinserhöhungen) in die Preise überwältigt, ohne (zunächst) eine investitionsdämpfende Wirkung zu induzieren. Statt dessen wird der nachfrageseitige Inflationsdruck durch einen angebotsseitigen Kostendruck ergänzt. Im - schließlich mit time-lag folgenden - Abschwung verhindert das noch hohe Zinsniveau Preissenkungen und wirkt häufig erst über Unternehmenszusammenbrüche preisniveaustabilisierend. Dies geht freilich mit negativen Effekten auf Sozialprodukt und Beschäftigung einher, die eine Niveaushiftung bewirken, welche auch im nächsten Aufschwung nicht mehr ausgeglichen wird: Sockelarbeitslosigkeit ist eine der Folgen.

Die geschilderten Effekte hängen möglicherweise auch damit zusammen, daß die Bundesbank nicht - wie eigentlich zum Ziel gesetzt - eine verstetigte Geldpolitik betreibt, sondern immer wieder Elemente einer diskretionären Stop-and-Go-Politik zu beobachten sind. So entstanden immer wieder Zins- und Geldmengenzyklen, die insgesamt nicht verstetigend auf die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland gewirkt haben.¹²

C. Zur stabilitätspolitischen Effizienz des EZB: Steuerungsdefizite in höherer Potenz?

Vor dem Hintergrund der vorgebrachten Probleme stellt sich die Frage, ob durch die Schaffung des größeren einheitlichen Währungsraumes der EWWU bestehende Steuerungsdefizite für eine europäische Geldpolitik verstärkt werden oder gar neue entstehen.

I. Institutionelle Probleme einer europäischen Geldpolitik

Nachfolgend werden einige wesentliche Argumente zu den Rahmenbedingungen, zur institutionellen Ausgestaltung und zum Instrumenteneinsatz der

¹¹ Vgl. Kohler, 1979, S. 27 ff., 52 ff.

¹² Vgl. Cassel, 1995, S. 144 ff., 166 ff. Diskretionäre Wirkungen scheinen einer Geldmengensteuerung immanent zu sein: „Um die Geldmenge (...) auf einem vorgegebenen Zielpfad zu halten, bedarf es eines diskretionären Einsatzes der Instrumente.“ (Ketterer, 1988, S.98). Cassel ist sogar der Meinung, daß die empirischen Daten dafür sprechen, daß die Konjunkturzyklen in Deutschland nicht unerheblich durch die Geldpolitik verursacht wurden, vgl. Cassel, 1995, S. 168 ff.

EZB herausgestellt und bezüglich ihrer Relevanz hinsichtlich des zu erwartenden stabilitätspolitischen Erfolgs des ESZB diskutiert. Dabei steht jeweils die Frage im Vordergrund, inwieweit im ESZB die angesprochenen Probleme der Bundesbank verschärft oder abgemildert werden.

*1. Probleme in den Rahmenbedingungen:
Währungsunion und politische Union*

Die sehr weitgehenden Vereinbarungen zur Schaffung einer Währungsunion haben im Maastricht-Vertrag und in folgenden Übereinkünften kein Pendant in Form einer politischen Union gefunden, die zu einer einheitlichen Ausrichtung der Finanzpolitik auf einer der EZB vergleichbaren Ebene geführt hätten.¹³ Die Uneinheitlichkeit der Finanzpolitik schafft im wesentlichen zwei Problemkreise: zum einen die Probleme infolge mangelnder Haushaltsdisziplin in den Mitgliedstaaten, zum anderen die mögliche finanzpolitisch bedingte konjunkturelle Heterogenität des Steuerungsraumes der EZB. Auf den letztgenannten Problemkreis wird im Rahmen der Diskussion um die Instrumente der EZB näher eingegangen.

Unzureichende Haushaltsdisziplin kann in zweierlei Hinsicht inflationäre Folgen haben. Zum einen wird mangelnde Haushaltsdisziplin in einzelnen Mitgliedstaaten nur dann inflationswirksam, wenn sie zentralbankpolitisch begleitet wird.¹⁴ Bei überhöhter Verschuldung könnte somit der politische Druck auf die EZB wachsen, einen expansiven fiskalpolitischen Kurs zu ermöglichen und auch den Realwert der Verschuldung durch eine unerwartet hohe Inflationsrate zu reduzieren. Zum anderen restringiert ein hohes bestehendes Haushaltsdefizit die finanzpolitische Flexibilität, wie sie insb. zur Reaktion auf negative externe Schocks erforderlich ist. Auch hier kann ein Motiv für politischen Druck auf die Zentralbank begründet sein.

Die institutionellen Arrangements, die eine Regierung von solchen Bestrebungen abhalten könnten, sind im Prä-EZB- und im EZB-System unterschiedlich ausgestaltet. Im Prä-EZB-System besteht ein Wettbewerb zwischen den Notenbanken um Währungsstabilität, in dem ein Abweichen von einem stabili-

¹³ Vgl. Issing, 1993.

¹⁴ Bei zinsunelastischer Geldnachfrage kann eine diszipliniert stabilitätsgesonnene Zentralbank allerdings nur mit äußerst restriktiven Mitteln der Geldmengenexpansion Herr werden. Nicht-kooperatives Verhalten zwischen stabilitätsorientierter Notenbank und verschuldungswilliger Regierung kann in mithin zu starken konjunkturellen Verwerfungen mit erheblichen negativen Auswirkungen etwa auf den Arbeitsmarkt führen. Es wäre zu fragen, wer unter der Last dieses Arguments eher nachgibt.

tätsorientierten Kurs seitens der Finanzmärkte negativ sanktioniert würde.¹⁵ Im EZB-System besteht eine Möglichkeit zur Durchsetzung inflationistischer Ansinnen dann, wenn sich Logrolling-Strukturen im EZB-Rat durchsetzen. Die Kosten zur Einrichtung der letztgenannten Strukturen dürften deutlich unter denen von Versuchen liegen, auch unter Bedingungen eines funktionierenden Wettbewerbsmechanismus eine inflationistische Politik zu betreiben.

Dies ändert nichts daran, daß bereits gegenwärtig ein wirksamer Sanktionsmechanismus der Finanzmärkte gegen überhöhte Haushaltsdefizite de facto nicht mehr existiert. Unter Bedingungen funktionierender Kapitalmärkte würde die mit zunehmender Verschuldung einhergehende abnehmende Bonität staatlicher Schuldner mit entsprechend höheren Risikozuschlägen (Zinsen) sanktioniert. Ein signifikanter Zusammenhang zwischen Höhe der Kapitalmarktzinssätze und Höhe der Staatsverschuldung ist allerdings (mit Ausnahme Griechenlands) nicht mehr festzustellen, wie Abbildung 1 zeigt.

Offensichtlich gehen die Finanzmärkte davon aus, daß sich die Bonität mit wachsender Annäherung an Verschuldungswerte, in denen das Risiko der staatlichen Zahlungsunfähigkeit Gestalt annimmt, nicht grundlegend verschlechtert. Unterstellt man rationales Verhalten der Marktteilnehmer, kann vermutet werden, daß die Annahme vorherrscht, daß spätestens im Fall sich abzeichnender staatlicher Zahlungsunfähigkeit eines Mitgliedslandes die anderen Teilnehmer der Währungsunion diesem unterstützend zur Seite treten werden. Realiter werden derartige Maßnahmen angesichts der Non-Bailout-Klausel (Art. 104b EGV) bereits weit im Vorfeld einer möglichen staatlichen Zahlungsunfähigkeit greifen und in subtiler Art und Weise vor sich gehen (Unterstützung im Rahmen von Strukturhilfe- und Kohäsionsmaßnahmen etc.). Damit wäre eine Haftungsgemeinschaft¹⁶ realisiert, die den Zinsmechanismus als wirksamen Sanktionsmechanismus des Finanzmarktes gegen unsolide Haushaltsführung außer Kraft setzt. Dieser Bailout-Effekt ermöglicht gemeinsam mit dem Bonitätseffekt infolge des Fortfalls des Wechselkursrisikos zusätzliche Spielräume bei der Staatsverschuldung und begründet somit ein mögliches Interesse an einer expansiven Geldpolitik.¹⁷ Ob etwa die Sanktionsmaßnahmen des Art. 104 c (Überwachung der Haushaltslage in den Mitgliedstaaten) oder die im Rahmen des in Amsterdam beschlossenen „Stabilitäts- und Wachstumspaktes“ diesen Ansinnen wirksam entgegenstehen, darf bezweifelt werden.¹⁸ Allerdings muß

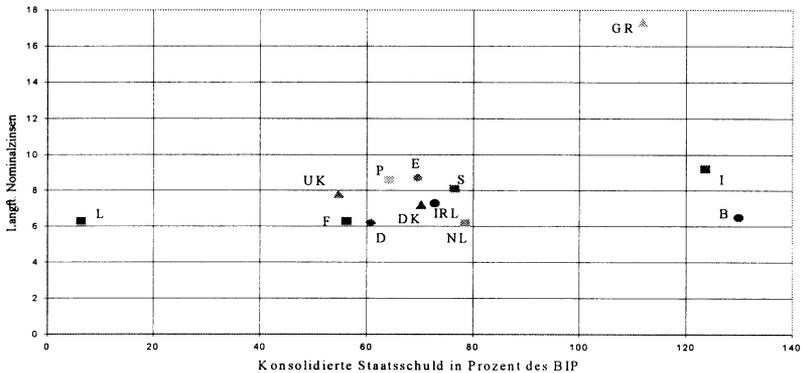
¹⁵ Vgl. Siebert, 1992, S. 41 f.; zu wettbewerblichen Alternativen zur EZB Willeke, 1992; Willeke, 1993; Vollmer, 1996.

¹⁶ Vgl. zur Funktionsfähigkeit der Haftungsausschlußklausel auch Homburg, 1997, S. 104 - 107.

¹⁷ Vgl. Heinemann, 1995.

¹⁸ „Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, ohne durchgreifende Sanktionsautomatik und überzeugende Beweislastumkehr für denjenigen, der die Finanzsolidität und –solidarität verletzt, erscheint (...) zwar als notwendige Stütze, aber seine hinreichende

angesichts der jüngst in Südostasien aufgetretenen Verwerfungen die Frage gestellt werden, ob auch Finanzmärkte tatsächlich immer eine funktionierende Barriere gegen übermäßige Verschuldung darstellen.



Quelle: Europäische Kommission, 1997, S. 178 f. und 228 f.

Abbildung 1: Staatsverschuldung und langfristige nominale Zinssätze in den EU-Mitgliedstaaten

2. Institutionelle Probleme des ESZB

a) Ziele des ESZB

Die Europäische Zentralbank (EZB) ist gem. Art. 105 des EG-Vertrages dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet. Der Wortlaut dieses Zieles weicht von dem des Bundesbankgesetzes, wo auf *Sicherung der Währung* abgestellt wird, ab. Preisniveaustabilität hingegen sei ein ungenaueres Ziel, über dessen Inhalte bei den Mitgliedstaaten unterschiedliche Vorstellungen bestehen.¹⁹ Bezüglich der Definition dessen, was als Preisniveaustabilität aufgefaßt werden soll, kann allerdings davon ausgegangen werden, daß die EZB als geschichtslose Institution zumindest in der Zeit nach ihrer Gründung bestrebt sein wird, sich ein Stabilitätsimage aufzubauen und von vergleichsweise restriktiven Referenzwerten auszugehen.²⁰ Zu einer veröffentlichten Zielformulierung, die negativ von den Referenzwerten der (früheren) Bundesbank (normativer Preisni-

Wirksamkeit muß als 'offen' und wahrscheinlich nicht genügend eingeschätzt werden.“ Jochimsen, 1997, S. 14.

¹⁹ Vgl. Stadermann, 1996, S. 53 ff.

²⁰ Vgl. zum Glaubwürdigkeitsproblem der EZB Issing, 1997.

veuanstieg) abweicht, wird es allein schon mit Blick auf die Finanzmärkte vermutlich nicht kommen. Dennoch bleibt das Problem bestehen, daß Länder, in denen Preisniveaustabilität weniger restriktiv ausgelegt wird als dies in Deutschland der Fall ist, versuchen könnten, inflationstreibende politische Maßnahmen durchzuführen. Eine solche Politik hätte für die Regierungen dieser Länder mehrere Vorteile. Die negativen, d.h. inflationären, Folgen einer expansiven, Wiederwahlen fördernden²¹ und die Staatshaushalte real entschuldigenden Fiskalpolitik könnten auf die gesamte Union verteilt werden (Trittbrettfahrerverhalten). Gleichzeitig wäre die Finanzierung einer solchen Politik dadurch vereinfacht, daß sich ihre Bonität²² dadurch verbessert, daß in einer Währungsunion das Wechselkursrisiko bei Staaten mit exzessiver Fiskalpolitik fortfällt. Eine wenig restriktive Auslegung des Zieles „Preisniveaustabilität“ käme somit zum Tragen, mehr noch, die Bonitätssteigerung schafft einen zusätzlichen Anreiz für eine inflationistische Interpretation.

Das Hauptziel des Art. 105 Abs. (1) EG-Vertrag wird durch das Nebenziel des Art. 105 Abs. (1), S. 2 ergänzt, das besagt, daß das EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft zu unterstützen hat, wenn dies die Erreichung des Ziels der Preisniveaustabilität nicht gefährdet. Dieser Klausel, die sich entsprechend auch im Bundesbankgesetz findet, liegt offenbar die Vorstellung multipler Gleichgewichte zugrunde, d.h. die Vorstellung, daß mehrere mit Preisniveaustabilität vereinbare wirtschaftspolitisch erreichbare Gleichgewichtszustände existieren.²³ Bei Bekanntheit der mit Preisniveaustabilität kompatiblen Gleichgewichtszustände wäre die Geldpolitik durch diese Klausel lediglich gezwungen, mittels ihrer Instrumenten- und Strategiewahl den gesellschaftlich optimalen anzustreben. Das Problem dieser Regelung liegt jedoch darin, daß die Lage der Gleichgewichtszustände ex ante unbekannt sein dürfte und sich eine „Königsweg-Strategie“ auf dem Weg zur Erreichung des angestrebten Zustandes wegen der ex ante unbekanntenen Wirkungsstärke und Wirkungsverzögerung einer geldpolitischen Strategie sowie aufgrund der Instabilität der Wirkungen geldpolitischen Handelns nicht bestimmen läßt. Wegen dieser durch Informationsmängel bedingten Nicht-Objektivierbarkeit der Eignungsbeurteilung einer geldpolitischen Strategie sind politischen oder „moralischen“ Einflußnahmeabsichten mit dem Anliegen der Förderung bestimmter realpolitischer Ziele Möglichkeiten geöffnet, da die tatsächlich gewählte Strategie aufgrund von Informationsdefiziten immer als die auch unter Preisniveaugsichtspunkten optimale dargestellt werden kann. Die Unterstützungsklausel des Art. 105 Abs. (1) S. 2 EG-Vertrag setzt die EZB damit einem Glaubwürdigkeitsproblem aus, das den Aufbau des für eine vergangenheitslose Zentralbank

²¹ Vgl. Kösters, 1991, insb. Abschn. II.

²² Vgl. Heinemann, 1995; Stadermann 1996, S. 55.

²³ Vgl. Wagner, 1995, S. 140 f.

eminent wichtigen Stabilitätsimages behindern dürfte. Das Glaubwürdigkeitsproblem dürfte sich in höheren Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte niederschlagen und die Zentralbank vor das Dilemma stellen, entweder diese Erwartungen geldpolitisch zu bestätigen oder durch eine restriktive Politik höhere Arbeitslosigkeit hervorzurufen.²⁴

b) Personelle Unabhängigkeit und Abstimmungsverhalten im EZB-Rat

Große Aufmerksamkeit ist der Ausgestaltung der Entscheidungsgremien im ESZB, insb. dem EZB-Rat und dem in ihm zu vermutenden Abstimmungsverhalten zuteil geworden.²⁵ Ausgehend von der Annahme, daß eine politische Einflußnahme auf das Entscheidungsverhalten in einer Zentralbank politisch rational sein kann, werden in diesem Zusammenhang zwei Problemkreise diskutiert: zum einen die Frage, ob eine politische Einflußnahme auf den Rat einer Zentralbank empirisch zu beobachten und mithin auch für die EZB wahrscheinlich ist und die Frage, wie sich etwaige politische Einflußnahmen auf das Abstimmungsverhalten im EZB-Rat gestalten und auswirken werden. Die Situation der EZB unterscheidet sich in einer Hinsicht von der deutschen. In Deutschland besteht die Möglichkeit, daß regierungsseitige Versuche, die Zentralbankautonomie zu unterlaufen, um eine inflationistische Politik alimentiert zu bekommen, mit negativen Sanktionen der deutschen Öffentlichkeit bestraft werden, weil es prinzipiell möglich ist, der Bundesregierung die Verantwortung hierfür zuzurechnen. Auf europäischer Ebene stellt sich die Situation anders dar: Es fehlt an einer der EZB gleichrangigen „Europäischen Regierung“, deren Aktivitäten inflationäre Entwicklungen zugerechnet werden können. Somit kann das erwähnte Trittbrettfahrerverhalten für wenig stabilitätsgesonnene Regierungen rational sein, weil es möglich ist, die inflationären Folgen der eigenen nationalen Politik auf die abstrakte europäische Ebene, auf der man sich den Mehrheitsentscheidungen der anderen Mitgliedstaaten zu beugen habe, zu externalisieren (was auch gelingen könnte, da die Kontrollkosten in internationalen Organisationen höher und die Kontrollanreize geringer sind als bei nationalen Organisationen²⁶), während man tatsächlich Anstrengungen unternimmt, mittels der dem eigenen Land entstammenden EZB-Mitglieder eine inflationsfördernde Politik durchzusetzen. Umstritten ist allerdings, inwieweit dies gelingen kann. Untersuchungen zur Bundesbank zeigen, daß es - mit gewisser Zeitverzögerung - den jeweiligen Bundesregierungen gelungen ist, den Zentralbankrat mit Mitgliedern ihrer politischen Couleur zu besetzen. Fraglich ist allerdings, ob die jeweiligen

²⁴ Vgl. Wagner, 1995, S. 142.

²⁵ Vgl. Vaubel, 1993; Neumann, 1992.

²⁶ Dies ist eine wesentliche Erkenntnis der positiven Theorie internationaler Organisationen; vgl. Frey, 1984, S. 221.

Bundesregierungen unter Zuhilfenahme des „Hebels“ eines Einflusses im Zentralbankrat die Bundesbankpolitik dergestalt beeinflussen konnten, daß sie durch die Wahl einer inflationsfördernden Politik im Vorfeld von Bundestagswahlen zu einer Entlastung des Arbeitsmarktes beitrug und somit die Wiederwahlchancen der jeweiligen Bundesregierung erhöhte.²⁷ Vaubel meint, diesen Zusammenhang anhand einer empirischen Studie nachweisen zu können, während Neumann der Auffassung ist, dies widerlegen zu können.²⁸ Bei der Untersuchung der Relevanz dieses potentiell stabilitätsgefährdenden Einflusses der Politik sind in bezug auf die europäische Ebene einige Sondergesichtspunkte zu betrachten. Zunächst ist festzuhalten, daß parteipolitisch motivierte Zyklen der Geldpolitik auf europäischer Ebene - unbeschadet der Frage, ob sie in Deutschland zu beobachten waren oder nicht - a priori noch unwahrscheinlicher sind als in Deutschland, weil nach wie vor in Europa keine synchronisierten Wahlzyklen vorliegen.²⁹ Somit ist es wenig wahrscheinlich, daß sich zu einem bestimmten Zeitpunkt eine Mehrheit von Ländern mit „Inflationspräferenz“ findet.³⁰ Ob sich allerdings unter Bedingungen sich möglicherweise einstellender Logrolling-Verhältnisse eine Mehrheitskoalition im EZB-Rat bildet, die „auf die meisten Wahltermine der Mitgliedstaaten Rücksicht nimmt“³¹ oder ob es gar zu einer Synchronisierung der Wahltermine in den Mitgliedstaaten kommt, wie Vaubel mutmaßt, bleibt abzuwarten, wobei letzteres allerdings wenig realistisch erscheint.³² Die Herausbildung einer stabilitätswidrigen Mehrheitskonstellation im Rat hängt davon ab, inwieweit es für die einzelnen Ratsmitglieder rational ist, sich stabilitätswidrig zu verhalten. Hierbei sind mehrere Aspekte zu berücksichtigen:

Erstens kann angenommen werden, daß politische Einflußversuche auf Mitglieder des EZB-Rates dann eine besonders hohe Erfolgswahrscheinlichkeit haben, wenn ihr persönliches Fortkommen von einer politikkonformen Entscheidung abhängt. Der EZB-Rat besteht aus dem Direktorium und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken. Mitglieder des Direktoriums werden auf acht Jahre ernannt, eine zweite Amtsperiode ist nicht möglich. Die Länge der Amtszeit, das erfahrungsgemäß fortgeschrittene Alter und die Unmöglichkeit einer weiteren Amtszeit könnten eine gewisse Regierungsunabhängigkeit gewährleisten.

²⁷ Der erwähnte Zusammenhang kann allerdings nur dann greifen, wenn die deutsche Öffentlichkeit, der auch Vaubel, 1993, S. 70, eine besonders ausgeprägte Präferenz für Währungsstabilität unterstellt, Inflationen im Vorfeld von Wahlen im Verhältnis zu beschäftigungspolitischen Erfolgen geringeres Gewicht beimißt. Dies kommt wohl nur in Zeiten drückender Arbeitslosigkeit in Frage.

²⁸ Vgl. Vaubel, 1993; Neumann, 1992.

²⁹ Vgl. Williamson, 1985, S. 173.

³⁰ Vgl. Wagner, 1995, S. 148.

³¹ Vaubel, 1993, S. 69.

³² Vgl. Vaubel, 1993, S. 69.

Bei den Zentralbankpräsidenten, die die Mehrheit der Ratsmitglieder stellen, ist eine Wiederernennung möglich, die Mindestdauer der Amtszeit der Notenbankpräsidenten beträgt fünf Jahre.³³ Angesichts dieser Regelung kann die Gefahr nicht ausgeschlossen werden, daß die nationalen Notenbankvertreter mit Blick auf ihre Wiederernennung der Versuchung nachgeben, das Anliegen der Währungsstabilität im Verhältnis zu von Vertretern der nationalen Politik ihrer Heimatländer formulierten Zielen hintanzustellen.³⁴ Entsprechender Druck dürfte insb. in Zeiten anstehender Wahlen in den jeweiligen Ländern zunehmen. Um „politische“ Mehrheiten im EZB-Rat zu verhindern, sollte vor diesem Hintergrund vermieden werden, daß Wahl- und Wiederernennungstermine der nationalen Zentralbankpräsidenten zeitlich synchronisiert sind.

Zweitens erfüllt die Europäische Zentralbank in idealer Weise die Eigenschaften einer Behörde mit autonomen Staatsbediensteten.³⁵ Geht man davon aus, daß die Reputationsmaximierung ein wesentlicher Bestandteil der Zielfunktion der EZB-Bürokraten darstellt, so ist zu fragen, welche Entscheidungen im europäischen Umfeld zur Ansehenssteigerung beitragen. Es wird argumentiert,³⁶ daß die öffentliche Meinung in vielen Ländern Europas nicht mit der rigiden Stabilitätspräferenz in Deutschland vergleichbar sei, in der EZB vielmehr ein Amalgam öffentlicher Meinungen repräsentiert sei, was dazu führen werde, daß der Kurs einer konsequenten Inflationsvermeidung, der in Deutschland zum Ansehen der Bundesbank geführt habe, insgesamt weniger zum Ansehen der Behörde beitragen werde als ein Kurs, der auf eine höhere durchschnittliche Inflationsrate hinauslaufe. Es kann kaum geleugnet werden, daß diesem Argument gewisse spekulative Momente innewohnen. Der in diesem Zusammenhang vorgebrachte Fall des US-amerikanischen Federal Reserve Board, der - selbst unter der „Disziplinierung“ der Bundesbank - in den Jahren von 1960 bis 1990 eine durchschnittliche Inflationsrate der Verbraucherpreise von 5,1 Prozent zugelassen hat, kann nicht unbedingt zur Stützung des Arguments herangezogen werden, da diese Entwicklung keineswegs primär auf die unzureichende Stabilitätspräferenz in der US-Öffentlichkeit zurückführbar sein muß. Eine von Collins und Giavazzi durchgeführte empirische Untersuchung kam zu dem Ergebnis, daß nur in Italien, Dänemark und Großbritannien die Inflationstoleranz signifikant abgenommen hat.³⁷ Ob dies zur Stützung des Arguments herangezogen werden kann, ist jedoch fraglich, da ein Zusammenhang zwischen öffentlicher Meinung und tatsächlicher Inflationsorientierung einer Zentralbank nur schwer

³³ Vgl. zu den Modalitäten der Ernennung der Mitglieder des EZB-Rates Herz, 1997, S. 603 f.

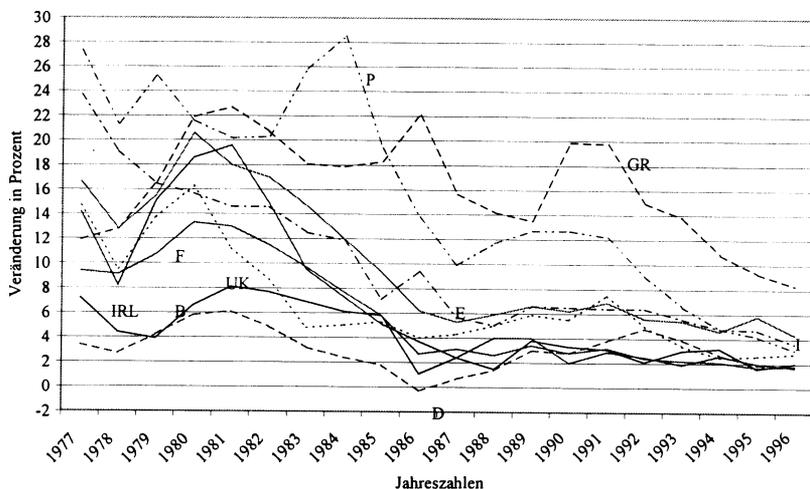
³⁴ Vgl. Issing, 1997, S. 9.

³⁵ Vgl. Kösters, 1991, S. 164 ff.; Vaubel, 1997, S. 104.

³⁶ So der Sachverständigenrat, 1990; Vaubel, 1993.

³⁷ Vgl. Collins / Giavazzi, 1993.

festzustellen sein dürfte, insb. angesichts der Tatsache, daß zwischen den (potentiellen) Mitgliedsländern ein abnehmendes Inflationsgefälle zu verzeichnen ist (Abbildung 2).



Quelle: Europäische Kommission, 1997, S. 126 f.

Abbildung 2: Inflationsraten ausgewählter EU-Länder 1977 bis 1996

Selbst wenn dies auf nationale Bestrebungen zur Erreichung der Maastricht-Kriterien zurückzuführen sein sollte, spräche dies eher dafür, daß konkrete Kontrollmechanismen eine größere Rolle zu spielen scheinen als die diffuse Variable „öffentliche Meinung“.

Drittens könnte das Entscheidungsverhalten von Mitgliedern des Zentralbankrates, die sich vor Eintritt in die EZB durch eine wenig stabilitätsorientierte Gesinnung ausgezeichnet haben, durch die stabilitätspolitische Ausrichtung des Gremiums beeinflusst werden und auch ursprünglich weniger stabilitätsorientierte EZB-Ratsmitglieder in die Lage versetzen, im Namen ihrer Institution stabilitätswidrigen Ansinnen entgegenzutreten. Ob dieser Effekt der Anpassung an die Werte einer Institution oder Funktion, der bisweilen auch als „Thomas-Beckett-Effekt“ bezeichnet wird, in stabilitätsfördernder Weise in der EZB greifen wird, hängt selbstverständlich von der Entwicklung einer Stabilitätskultur in der EZB ab und kann daher kaum prognostiziert werden.

II. Instrumentelle Probleme einer europäischen Geldpolitik

Die Frage des Instrumenteneinsatzes des ESZB ist ein vieldiskutiertes Problem,³⁸ da

a) der Maastricht-Vertrag der Europäischen Zentralbank keine geldpolitische Konzeption vorgibt³⁹ und

b) geldpolitische Stabilisierungspolitik in den potentiellen Teilnehmerländern der Währungsunion nach wie vor recht unterschiedlich gehandhabt wird,⁴⁰

c) sich durch den heterogenen geldpolitischen Steuerungsraum der EZB neuartige Schwierigkeiten für eine einheitliche Geldpolitik ergeben.

1. Geldpolitische Konzeption des ESZB

Bei der geldpolitischen Konzeption des ESZB ist insb. fraglich, ob sich geldpolitische Maßnahmen an einer Zwischenzielgröße wie der Geldmenge ausrichten sollen (wie dies in Deutschland geschieht) oder ob sie sich unmittelbar an der Inflationsrate ausrichten soll (dies entspräche dem britischen Modell). Sowohl eine Geldmengenstrategie wie auch eine Strategie der direkten Verfolgung eines Inflationszieles sind auf einen engen und stabilen Zusammenhang zwischen dem Instrumenteneinsatz, dem Zwischenziel und dem Endziel bzw. zwischen dem Instrumenteneinsatz und dem Endziel angewiesen. Gerade dieser Zusammenhang wird (vermutlich vor allem aufgrund der zunehmenden Durchsetzung von Finanzinnovationen) jedoch zunehmend instabil. Dementsprechend muß gefragt werden, ob die Geldnachfrage im Euro-Gebiet hinreichend stabil etwa für den Einsatz einer Geldmengenstrategie sein wird. Vor allem in der Übergangsphase zur EZB, und damit in einer für den Vertrauenserwerb der Einrichtung wesentlichen Phase, könnte sich ein Bruch in den monetären Grundbeziehungen einstellen.⁴¹ Eine Geldmengensteuerung wird zudem im komplexen geldpolitischen Umfeld des neugeschaffenen gemeinsamen Währungsraumes aufgrund der Schwierigkeiten, eine einheitliche statistische Informationsbasis zu schaffen, zumindest für eine Übergangszeit mit erheblichen Unsicherheiten be-

³⁸ Vgl. zum Instrumentarium des ESZB z.B. Siebke, 1997; Jarchow, 1995; umfassend Menkhoff, 1997.

³⁹ Vgl. Siebke, 1997, S. 72. Entscheidung über die geldpolitische Konzeption des ESZB (und den darauf abzustimmenden Instrumenteneinsatz) liegt gem. Art. 12.1 der Satzung des ESZB beim ESZB-Rat.

⁴⁰ Vgl. für eine Übersicht der unterschiedlichen geldpolitischen Strategien, Instrumente und Verfahren Siebke, 1997, S. 76 ff.

⁴¹ Vgl. Jochimsen, 1997, S. 13.

haftet sein.⁴² So wird etwa die Berechnung eines stabilitätsgemäßen Geldmengenziels aufgrund der nach wie vor bestehenden wirtschaftlichen und strukturellen Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten vermutlich noch für eine bedeutende Übergangszeit Schwierigkeiten bereiten.⁴³

2. Geldpolitisches Instrumentarium des ESZB

Die Vereinheitlichung des geldpolitischen Instrumentariums scheint derzeit kein unüberwindliches Problem mehr zu sein. Es zeichnet sich ab, daß das ESZB die Grobsteuerung der Liquiditätslage am Geldmarkt mittels Offenmarkttransaktionen in Form von Wertpapierpensionsgeschäften vornehmen wird. Mittlerweile existieren in allen (potentiellen) Mitgliedstaaten positive Erfahrungen mit diesem Instrument. Gleiches gilt für Instrumente wie kurzfristige Direktgeschäfte an Geld- und Kapitalmärkten oder Devisen-Swaps zur fallweisen Feinsteuerung oder die Festlegung von Geldmarkt-Leitzinsen.

Eine primär auf Repo-Geschäften basierende Offenmarkt-Strategie des ESZB hätte mehrere Vorteile. Das ESZB sollte nicht in den Verdacht geraten, staatliche Defizite zu finanzieren. Gemäß Art. 104 Abs. 1 EGV sind der EZB Outright-Geschäfte mit Staatsschuldverschreibungen am *Primärmarkt* untersagt. Wertpapierpensionsgeschäfte stellen jedoch auch eine Alternative zu Outright-Transaktionen an den *Sekundärmärkten* dar, derer sich die EZB ebenfalls enthalten sollte, um dem Bailout-Verdacht wirksam zu entgehen. Vor diesem Hintergrund weisen Wertpapierpensionsgeschäfte die Vorzüge auf, daß sie nur auf Zeit erworben werden und daß es sich um Papiere handelt, bei denen die Geschäftsbanken bereit sind, sie in ihre Portfolios aufzunehmen. Weitere Vorteile dieses Instruments können in seiner Flexibilität und in seinem marktkonformen Ausschreibungsverfahren gesehen werden.⁴⁴

3. Heterogenität des Steuerungsraumes

Ein grundlegendes Problem der derzeit sich abzeichnenden „großen“ Währungsunion, wie sie anlässlich des informellen Treffens des ECOFIN-Rates in Mondorf (September 1997) nochmals bekräftigt wurde,⁴⁵ dürfte in der entstehenden Heterogenität des Steuerungsraumes der EZB liegen, die weit über die des Raumes hinausgeht, für den die Bundesbank zuständig ist. Die Wahrnehmung der nach wie vor bestehenden Heterogenität der Wirtschaftsstrukturen in

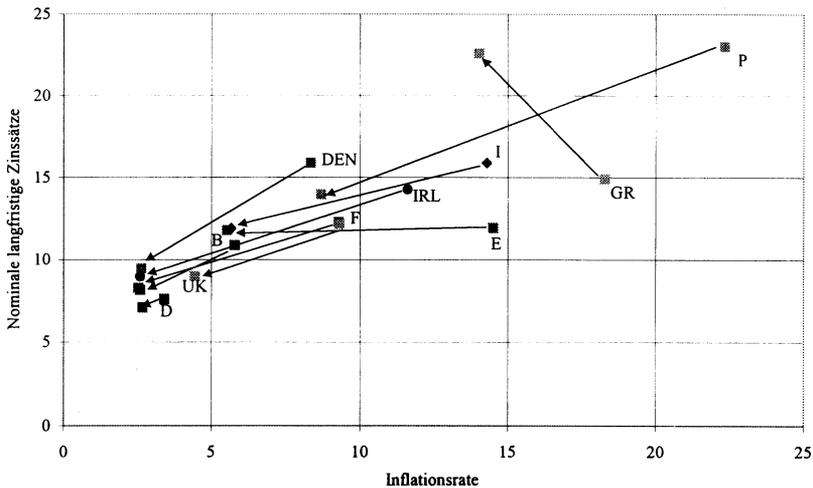
⁴² Vgl. Jochimsen, 1997, S. 13.

⁴³ Vgl. Ripken, 1992, S. 51 f.

⁴⁴ Vgl. Siebke, 1997, S. 87.

⁴⁵ Vgl. Dennig, 1997, S. 538; Jochimsen, 1997, S. 12.

Europa tritt dem Anschein nach gelegentlich hinter der Hervorhebung der tatsächlich erreichten Konvergenz in Europa zurück,⁴⁶ die, wie die nachstehende Abbildung 3 anhand der Kriterien Zins und Preissteigerungsrate illustriert, tatsächlich auch stattgefunden hat. In der Abbildung sind die Durchschnittswerte der nominalen langfristigen Zinssätze und der Inflationsrate jeweils für die Zeiträume 1977-1986 (Ausgangswert) und 1987-1996 (Endwert) eingetragen. In bezug auf diese insb. im Zusammenhang mit dem Maastricht-Vertrag bedeutsamen Größen ist offenbar ein substantieller Konvergenzprozess festzustellen.



Quellen: Europäische Kommission, 1997, S. 178 f und S. ; für Griechenland von 1989 bis 1993 Zinssätze aus: ifo-Institut, 1995, S. B9-3; für Portugal von 1978 bis 1984 Zinssätze aus: ifo-Institut, 1993, S. B10-3

Abbildung 3: Entwicklungen von Inflationsraten und langfristigen Nominalzinsen in ausgewählten EU-Ländern, Durchschnittswerte 1977-1986 und 1987-1996.

Diese Annäherung bei wichtigen „Maastricht-Parametern“ darf jedoch nicht dazu führen, daß nach wie vor bestehende Disparitäten zwischen den (potentiellen) Teilnehmerländern, die die geldpolitische Steuerungsaufgabe vermutlich erschweren werden, aus dem Blickfeld geraten, denn die zu verzeichnende Konvergenz dokumentiert möglicherweise lediglich, daß für die jeweiligen Länder eine Mitgliedschaft in der Währungsunion erwartet wird, sagt für sich genommen aber wenig darüber aus, inwieweit sich die realwirtschaftlichen und

⁴⁶ Ebenfalls im Vordergrund der Diskussion stand und steht die Frage, ob die geplante Währungsunion einen optimalen Währungsraum darstellt, auf die hier aus Platzgründen nicht weiter eingegangen werden kann; vgl. zu dieser Thematik Aschinger, 1996; zur optimalen Wirtschaftsraumgröße allgemein Straubhaar, 1993.

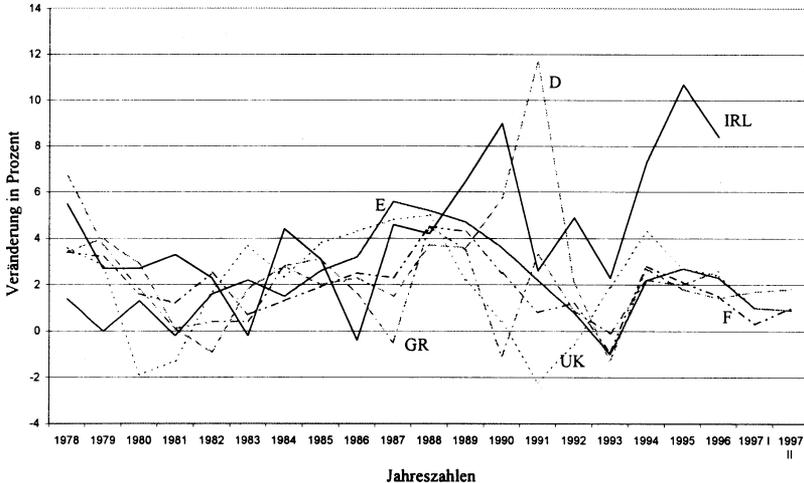
die Finanzstrukturen der (potentiellen) Teilnehmerländer (und damit auch das Transmissionsverhalten nach zentralbankpolitischen Maßnahmen) tatsächlich aneinander angenähert haben.

In der Vergangenheit zeichneten sich einzelne Mitgliedstaaten der EG durch eine konjunkturelle Entwicklung aus, die sich von der anderer Staaten unterschied. So waren die konjunkturellen Entwicklungen etwa Großbritanniens und - aufgrund des engen wirtschaftlichen Zusammenhanges mit dem Vereinigten Königreich - auch Irlands durch einen gewissen Vorlauf im Verhältnis zum Festland gekennzeichnet. Eine einheitliche Geldpolitik führt unter diesen Bedingungen zu einer schwierigeren Entscheidung über den geldpolitischen Instrumenteneinsatz: Wird etwa mit der Absicht, eine konjunkturelle Überhitzung mit inflationären Tendenzen im Großteil des Währungsraumes zu verhindern, eine restriktive Geldpolitik betrieben, so führt dies in jenem (kleineren) Teil der Währungsunion, der sich aufgrund des konjunkturellen Vorlaufs bereits in einer Rezessionsphase befindet, möglicherweise direkt in eine Depression. Damit stellt sich die Frage nach der geldpolitischen Prioritätensetzung: Sollen Verwerfungen in einem Teilbereich der Währungsunion durch eine weniger stabilitätsorientierte Geldpolitik verhindert werden oder kommt es zu einer Entscheidung zugunsten einer Stabilitätsorientierung im „Schwerpunktraum“, möglicherweise verbunden mit substantiellen Transfer in die benachteiligte Region? Die Brisanz dieses Problems hängt davon ab, welche Spielräume für nationale Sonderkonjunkturen unter den Bedingungen einer vereinheitlichten Währung künftig noch bestehen. Die einzelstaatlichen Spielräume scheinen mit zunehmender monetärer Integration geringer zu werden. So konnte Seifert zeigen, daß monetäre Mechanismen einen engen Konjunkturverbund erzwingen können, der sich in einem System fester Wechselkurse aus konvergierenden Zinssätzen erklären läßt.⁴⁷ Dies würde darauf hindeuten, daß sich im Rahmen einer Währungsunion ein zunehmender konjunktureller Gleichklang abzeichnen wird. Tatsächlich ist in einer längerfristigen Betrachtung der Konjunkturverläufe der Mitgliedstaaten der Gemeinschaft insb. seit der Ankündigung der Errichtung einer Europäischen Währungsunion ein Annäherungsprozeß erkennbar (Abbildung 4).

Unbeschadet der Tatsache der zu vermutenden konjunkturellen Annäherung stellt sich weiterhin das Problem der asymmetrischen Reaktion auf exogene Schocks in einem strukturell heterogenen Währungsraum. Da davon ausgegangen werden kann, daß derartige Schocks nur ungenügend durch regionale Preisflexibilität oder Faktormobilität ausgeglichen werden, ergibt sich auch hier das Problem, ob die einsetzenden Konsolidierungsbemühungen angesichts einer stabilitätsorientierten Geldpolitik durch Transfers in die betroffenen Regionen alimentiert oder durch geldpolitische Großzügigkeit erleichtert werden sollen.

⁴⁷ Vgl. Seifert, 1997, S. 12.

Die Frage, welche dieser Alternativen gewählt wird, ist letzten Endes wiederum ein public-choice-Problem (s.o.).



Quellen: ifo-Institut, 1995, S. B4-1, B5-1, B11-1, B9-1, B1-1, B2-1; ifo-Institut, 1993, S. B4-1, B5-1, B11-1, B9-1, B1-1, B2-1; ab 1993: Eurostat, 1997, S. 31

Abbildung 4: Langfristige konjunkturelle Entwicklung ausgewählter EG-Mitgliedstaaten anhand der Veränderung des GDP in Prozent

Die Heterogenität des Steuerungsraumes äußert sich auch in nach wie vor bestehenden strukturellen Unterschieden auf den Finanzmärkten.⁴⁸ Diese Unterschiede beziehen sich auf eine Vielzahl von Strukturmerkmalen wie die Verwendung, Ausgestaltung und Absicherung von Kredit- und Finanzierungsinstrumenten, Finanzierungsfristen, Größe und Bedeutung der Aktien- und Anleihenmärkte, Bedeutung des Sparkassensektors und auf die Art der Unternehmens- und Staatsfinanzierung.⁴⁹ So verschuldet sich der Staat in Spanien, Italien und Dänemark eher kurzfristig, während in Deutschland, Frankreich oder den Niederlanden eher eine langfristige Staatsverschuldung anzutreffen ist. Ähnliche Fristigkeitsunterschiede können im Bereich der Unternehmensfinanzierung festgestellt werden. Auch hier tritt erneut das Problem auf, daß einheitliche geldpolitische Maßnahmen in Teilräumen der Währungsunion unterschiedlich wirken. Dies liegt daran, daß sich bei unterschiedlich ausgestalteten Finanzsystemen die Übertragungsmechanismen monetärer Impulse auf die realwirt-

⁴⁸ Vgl. hierzu Gruber / Ohr, 1996.

⁴⁹ Vgl. Dennig, 1997, S. 542 f.

schaftliche Sphäre von Land zu Land unterscheiden.⁵⁰ So ist etwa zu bedenken, daß ein von der Geldpolitik ausgelöster Zinsanstieg in jenen Ländern, in denen eine kurzfristige Verschuldung dominiert, möglicherweise schneller und stärker wirkt als in Ländern mit langfristig ausgerichteter Verschuldung. Besonders deutlich spürbar können Spannungen zwischen den Teilnehmerländern im Falle einer sich einstellenden inversen Zinsstruktur werden, wie sie zuletzt 1994 in Deutschland aufgetreten ist. Ist eine Antiinflationpolitik, die sich erhöhend auf den Geldmarktzins auswirkt, glaubwürdig, so kann es zu einer Senkung des langfristigen Zinsniveaus kommen, weil ein Rückgang der Inflationsrate erwartet wird. In Deutschland, wo Investitionen bisher in erster Linie mit langfristigen Darlehen zu festen Zinssätzen finanziert werden und sich folglich Investitionsentscheidungen primär an den langfristigen Zinsen ausrichten, kann es damit zu einer Belebung des Investitionsverhaltens kommen. In Großbritannien hingegen ist der kurzfristige Zins für die Investitionsneigung ausschlaggebend, da dort Finanzierungen meist mit kurzer Zinsbindungsfrist durchgeführt werden. Somit käme es hier zu einer Restriktion des Investitionsverhaltens. Eine einheitliche Geldpolitik würde unter den beschriebenen Bedingungen mithin asymmetrische Wirkungen auslösen.⁵¹

Trotz voranschreitender Vereinheitlichung der Finanzmarktstrukturen in Europa dürfte hier noch für einige Zeit eine Ursache für Dosierungsschwierigkeiten beim Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums liegen, weil nach wie vor differenziertere Erkenntnisse über Transmissionsvorgänge in Teilräumen des Währungsgebietes erforderlich sind. Bei der Ausgestaltung der vielbeachteten Konvergenzkriterien des Maastricht-Vertrages scheint dies nicht berücksichtigt worden zu sein.

D. Fazit

Die EZB wird vom Tag der Aufnahme ihrer Geschäfte an mit großen Schwierigkeiten bei der Verfolgung ihres gesetzlichen Zieles zu kämpfen haben. Zum einen übernimmt sie Probleme, mit denen die nationalen Notenbanken bereits gegenwärtig konfrontiert sind und die sich auf nationaler Ebene - wäre es nicht zur Gründung der gemeinsamen Währungsbehörde gekommen - noch weiter verschärft hätten. Hierzu zählt auch das Problem der immer weiter abnehmenden Stabilität der monetären Grundrelationen aufgrund des Auftauchens von Finanzinnovationen, was eine zunehmend sich verringernde Steuerbarkeit von Zielaggregaten (insb. der Geldmenge) zur Folge hat. Zum anderen

⁵⁰ Vgl. Gruber / Ohr, 1996.

⁵¹ Vgl. Gruber / Ohr, 1996, S. 649.

entstehen durch die Schaffung eines großen einheitlichen Währungsraumes neuartige Probleme. Hierzu zählt vor allem die Ersetzung des bislang bestehenden Stabilitätswettbewerbs zwischen den nationalen Notenbanken durch ein zentrales Entscheidungsgremium, in dem möglicherweise weniger stabilitätsorientierte Interessen Gehör finden werden und die nach wie vor bestehende Heterogenität innerhalb des neu geschaffenen Steuerungsraumes, der zuvor durch eine dezentrale Zentralbankenstruktur Rechnung getragen wurde. Diese Heterogenität dürfte dazu führen, daß die Steuerungsfähigkeit bezüglich Einsatz und Dosierung geldpolitischer Instrumente seitens der EZB vermutlich erheblich eingeschränkt wird.

Angesichts des intensivierten globalen Wettbewerbs und der derzeit in Ostasien zu beobachtenden Verwerfungen stellt sich gegenwärtig die Frage, ob nicht in absehbarer Zeit wieder das „Gespenst der Deflation“ erneut Europa heimsuchen wird. Es ist für die EZB zu hoffen, daß sie nicht in der Ausnahme-situation einer Deflationskrise ihre Arbeit aufnehmen muß.

Literaturverzeichnis

- Aschinger, G.* (1996): Ist die Europäische Währungsunion realisierbar?, in: Aschinger, G. / Zohlhöfer, W. (Hrsg.): Europa auf dem Wege zur politischen Union? Probleme und Perspektiven der europäischen Integration vor Maastricht II, Berlin 1996, S. 49-73.
- Cassel, D.* (1995): Geldmengen-, Konjunktur- und Inflationszyklen in Deutschland, in: J. Siebke / H. J. Thieme (Hrsg.): Geldpolitik - zwanzig Jahre Geldmengensteuerung in Deutschland, Baden-Baden, S. 133 - 182.
- Collins, S. S. / Giavazzi, F.* (1993): Attitudes Toward Inflation and the Viability of Fixed Exchange Rates: Evidence from the EMS, in: M. Bordo / B. Eichgreen (Hrsg.): A Retrospective on the Bretton Woods System, Chicago 1993, S. 547 - 577.
- Dennig, U.* (1997): Geldpolitik im Übergang zur EWU, in: Wirtschaftsdienst 1997/IX, S. 538 - 543.
- Europäische Kommission (1997): Europäische Wirtschaft, Nr. 64, 1997.
- Eurostat (1997): eurostatistik – Daten zur Konjunkturanalyse, 11 / 1997.
- Francke, H.-H.* (1988): Der Einfluß von Finanzinnovationen auf die Effizienz der Geldangebotskontrolle und des geldpolitischen Instrumentariums, in: Kredit und Kapital, Beiheft 10 / 1988, S. 263 - 276.
- Franz, O.* (1990): Die Europäische Zentralbank, Bonn 1990.
- Frey, B. S.* (1984): The Public-Choice View of International Political Economy, in: International Organization, Bd. 38, 1984, S. 199 - 223.
- Gischer, H.* (1993): Stabilität des Geldwertes, Währungsordnung und Europäische Zentralbank, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Bd. 19, 1993, Heft 1-4, S. 50 - 63.
- Gruber, T. / Ohr, R.* (1996): Einheitliche europäische Geldpolitik bei unterschiedlichen Finanzstrukturen, in: Wirtschaftsdienst, 76. Jg., 1996, S. 646 ff.

- Harden, I.* (1990): EuroFed or 'Monster Bank', in: National Westminster Bank Quarterly Review, August 1990, S. 2 - 13.
- Heinemann, F.* (1995): Bailout- und Bonitätseffekte in der Wirtschafts- und Währungsunion, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 115. Jg., 1995, S. 605 - 622.
- Herz, B.* (1996): Auf dem Weg zur Europäischen Währungsunion - Zwischenstand und offene Fragen, in: Wirtschaftsdienst 1996/III, S. 139 - 145.
- (1997): Geld- und Währungspolitik in der Europäischen Währungsunion, in: ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Bd. 48, Stuttgart 1997, S. 595 – 613.
- Homburg, S.* (1997): Hat die Währungsunion Auswirkungen auf die Finanzpolitik?, in: Willeke, F.-U. (Hrsg.): Die Zukunft der D-Mark. Eine Streitschrift zur Europäischen Währungsunion, München 1997, S.93 – 108.
- Ifo-Institut (1993): ifo European Economies – In graphs and figures 1978-1993, München 1993.
- (1995): ifo European Economies – In graphs and figures 1980-1995, München 1995.
- Issing, O.* (1993): Disziplinierung der Finanzpolitik in der Europäischen Währungsunion, in: P. Bofinger et al. (Hrsg.): Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Berlin 1993, S. 181 - 194.
- (1995): Die Geldmengenstrategie der Deutschen Bundesbank, in: J. Siebke / H. J. Thieme (Hrsg.); Geldpolitik - zwanzig Jahre Geldmengensteuerung in Deutschland, Baden-Baden 1995, S. 9 - 34.
- (1997): Die Europäische Zentralbank - Das Problem der Glaubwürdigkeit, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 55, 26. September 1997, S. 6 - 11.
- und *Bischofberger, K.* (1996): Derivate und Geldpolitik, in: D. Duwendag (Hrsg.); Finanzmärkte, Finanzinnovationen und Geldpolitik, Berlin 1996, S. 111 - 137.
- Jarchow, H.-J.* (1995): Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Aussenwirtschaft, 50. Jg., 1995, S. 423 - 442.
- Jochimsen, R.* (1997): Probleme und Perspektiven der monetären europäischen Integration - Folgen für die Arbeit der Zentralbanken, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 57, 6. Oktober 1997, S. 12 - 15.
- Ketterer, K.-H.* (1988): Finanzinnovationen und Geldpolitik - Einige Ergebnisse im Überblick, in: A. Gutowski (Hrsg.); Neue Instrumente an den Finanzmärkten: Geldpolitische und bankenaufsichtliche Aspekte, Berlin 1988, S. 91 - 111.
- Köhler, C.* (1974): Kreditpolitik gerät ins Schlepptau der Banken, in: WSI-Mitteilungen 6/1974, S. 207 – 213.
- Kohler, R.* (1979): Grenzen der Bundesbankpolitik, Berlin 1979.
- Kösters, W.* (1991): Europäische Zentralbank und Preisniveaustabilität, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 36. Jg, 1991, S. 155 - 167.
- Menkhoff, L.* (1997): Monetary Policy Instruments for European Monetary Union, Berlin 1997.
- Neumann, M.J.M.* (1992): Die Deutsche Bundesbank als Modell für eine Europäische Zentralbank? Korreferat zu Roland Vaubel, in: P. Bofinger et al. (Hrsg.): Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Berlin 1992, S. 81 - 95.

- Pohl, R.* (1996): Das Geldmengenkonzept: Erfahrungen und Eignung für eine europäische Geldpolitik, in: P. Bofinger / K.-H. Ketterer (Hrsg.); Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Geldpolitik, Tübingen 1996, S. 181 - 204.
- Ripken, B.* (1992): Möglichkeiten und Probleme der Verwendung alternativer Geldmengenaggregate als Zwischenzielvariable der Europäischen Zentralbank, Diskussionsbeitrag Nr. 17/92 des Instituts für Finanzwissenschaft der Albert-Ludwigs-Universität Freiburg, Freiburg i.Br. 1992.
- Sachverständigenrat* (1990): Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1990, Bonn.
- Seifert, M.* (1997): Zum Konjunkturverbund in Westeuropa, in: *Wirtschaft im Wandel* 14/1997, S. 9 - 12.
- Siebert, H.* (1992): Bedingungen für eine stabile europäische Währung, in: *Die Weltwirtschaft* 1/1992, S. 40 - 49.
- Siebke, J.* (1997): Zum geldpolitischen Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: D. Duwendag (Hrsg.): Szenarien der Europäischen Währungsunion und der Bankenregulierung, Berlin 1997, S. 71 - 91.
- Stadermann, H.-J.* (1996): Wie der EURO kommt. Das Green Paper der Europäischen Kommission und die Folgen, Marburg 1996.
- Straubhaar, T.* (1993): Zur optimalen Größe eines integrierten Wirtschaftsraumes, in: E. Kantzenbach / O. G. Mayer (Hrsg.): Europäische Gemeinschaft - Bestandsaufnahme und Perspektiven, Berlin 1993, S. 101 - 134.
- Vaubel, R.* (1993): Eine Public-Choice-Analyse der Deutschen Bundesbank und ihre Implikationen für die Europäische Währungsunion, in: P. Bofinger et al. (Hrsg.): Europa vor dem Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion, Berlin, S. 23 - 79.
- (1997): Europäische Währungsunion à la Maastricht: Probleme der Zentralbankverfassung, in: M. Potthoff / K. Hirschmann (Hrsg.): Die Europäische Währungsunion - ein Testfall für die europäische Integration?, Berlin 1997, S. 103 - 112.
- Vollmer, U.* (1996): Entstehung und Wettbewerb von Notenbanken: Brauchen wir eine Europäische Zentralnotenbank?, in: D. Cassel (Hrsg.): Entstehung und Wettbewerb von Systemen, Berlin 1996, S. 191 - 216.
- Wagner, H.* (1995): Europäische Wirtschaftspolitik, Berlin usw. 1995.
- Welfens, P.J.J.* (1996): Creating a European Central Bank after 1992: Issues of EC Monetary Integration and Problems of Institutional Innovation, in: P. J. J. Welfens (Hrsg.): European Monetary Integration. EMS Developments and International Post-Maastricht Perspectives, 3rd Edition, Berlin usw. 1996, S. 223 - 269.
- Willeke, F.-U.* (1992): Inflationsgefahren einer Europäischen Währungsunion, in: *Wirtschaftsdienst* 1992/VI, S. 294 - 298.
- (1993): Die Europäische Währungsunion als Fehlkonzeption, in: E. Kantzenbach / O. G. Mayer (Hrsg.): Europäische Gemeinschaft - Bestandsaufnahme und Perspektiven, Berlin 1993, S. 41 - 71.
- (Hrsg.) (1997): Die Zukunft der D-Mark. Eine Streitschrift zur Europäischen Währungsunion, München 1997.
- Williamson, J.* (1985): International Agencies and the Peacock Critique, in: D. Greenaway / G. K. Shaw (Hrsg.): Public Choice, Public Finance and Public Policy, Oxford 1985, S. 167 - 175.

Die Gefahren des Euro: Schwere Fahrwasser für Europas Zentralbank

Von Martin Lück

Das Abenteuer Euro beginnt. Die Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion (EWU) legen ihre Wechselkurse irreversibel fest, auf dem alten Kontinent entsteht eine ökonomische Schicksalsgemeinschaft ohne historisches Beispiel. Zu einem wesentlichen Teil lastet der Ausgang dieses Abenteuers auf der Europäischen Zentralbank. Sie wird, vom Moment ihres Stapellaufes an, in schwierigerem Fahrwasser zu navigieren haben. In diesem Beitrag sollen Hinweise auf einige der gefährlichsten Untiefen bei dieser Jungfernfahrt gegeben werden.

In einem einleitenden Abschnitt wird die vordergründige Diskussion um die „Härte des Euro“, in der selten zwischen kurz- und längerfristiger Perspektive differenziert wird, kritisiert. Im zweiten Punkt werden einige Konstruktionsmerkmale der Europäischen Zentralbank (EZB) skizziert. Die Abschnitte 3 bis 5 lenken den Blick auf im Konzept der EWU angelegte Stabilitätsgefahren. In der Schlußbetrachtung wird ein kritisches Fazit für die Seetüchtigkeit der Europäischen Zentralbank gezogen.

A. Euro-Stabilität: So hart wie die D-Mark?

Inflation ist schädlich, weil sie die Allokation der Ressourcen einer Volkswirtschaft verzerrt und eventuell unerwünschte Verteilungseffekte generiert. Der Verzicht auf die nationalen Währungen ist der Bevölkerung der Mitgliedsländer der EWU daher nur zuzumuten, wenn der Euro besonders die Geldfunktion der Wertaufbewahrung mindestens genauso gut erfüllt wie D-Mark, Franc, Lira etc. Über das Ausmaß des zu tolerierenden Preisniveaustiegs herrschen in den Ländern der EU unterschiedliche Vorstellungen, bedingt durch die jeweiligen Inflationserfahrungen. Deutschland, geschlagen mit zwei verheerenden Geldentwertungen in diesem Jahrhundert, gilt als besonders inflationsavers. Die oft gestellte Frage lautet also: Wird der Euro so stabil wie die D-Mark?

Diese Frage greift aber zu kurz. Der erste Fehler dabei liegt in der Vernachlässigung des Zeithorizonts. Ähnlich wie bei der Aufstellung von Kosten-

Nutzen-Kalkülen über die EWU wird meistens nicht erklärt, ob sich die gewonnenen Erkenntnisse auf die Zeit unmittelbar nach Festlegung der Wechselkurse oder auf spätere Jahre und damit eventuelle realwirtschaftliche Auswirkungen beziehen. Je nach Blickwinkel ist die Abwägung von Vor- und Nachteilen der EWU bzw. die Frage nach der „Härte des Euro“ unterschiedlich zu bewerten.

Der zweite Fehler liegt in einer unzulässigen Verkürzung des Stabilitätsbegriffs in der aktuellen EWU-Diskussion. In Deutschland kann der Begriff nicht auf die Preisniveaustabilität verengt werden. Das „Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft“ von 1967 bestimmt einen hohen Beschäftigungsstand, außenwirtschaftliches Gleichgewicht sowie stetiges und angemessenes Wirtschaftswachstum als weitere Hauptziele der Wirtschaftspolitik. Bezeichnenderweise spiegelt deren Bezeichnung als „magisches Viereck“ aber einen immanenten Zielkonflikt wider. Ein Primat der Preisniveaustabilität ergibt sich also aus dem deutschen „Stabilitätsdenken“ keineswegs¹. Entsprechend würde Preisstabilität als einzige Maxime der Wirtschaftspolitik in der EWU, bzw. als alleinige Interpretation des Stabilitätsbegriffes, ein nicht einmal in Deutschland vorhandenes, einseitiges Leitbild entstehen lassen².

In einer differenzierteren Sicht stellen sich die Erfolgsaussichten der EWU wie folgt dar: Zunächst wird der Euro infolge der streng antiinflationären Ausrichtung der EZB erfolgreich sein (vgl. Abschnitt 2). Infolge der Heterogenität des nicht-optimalen Währungsraumes EWU (Begründung in Abschnitt 3) werden aber mittelfristig realwirtschaftliche Divergenzen die Geldpolitik belasten. Die Folgen dieser Divergenzen verbergen sich in einer Vernachlässigung der fiskalpolitischen Integration (Abschnitt 4) sowie einer Tabuisierung des sozialen Sprengstoffs, den das EWU-Projekt enthält (Abschnitt 5).

B. Kurzfristiger Erfolg: Inflationskonvergenz und Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank

Die beiden Hauptargumente dafür, daß der Euro eine preisstabile Währung sein wird, liegen erstens darin, daß die Annäherung der Inflationsraten der EWU-Teilnehmer die Verbreitung einer Stabilitätskultur verkörpere, und zweitens in der formalen Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank.

Hierbei spiegelt die allgemein gesunkene Inflation die Umkehr der geldpolitischen Paradigmen der 70er Jahre wider. Damals wurde in einigen heutigen EU-Ländern versucht, mit einer Aufblähung des Geldmantels der Wachstums-

¹ Vgl. Geigant (1997), S. 230.

² Vgl. Begg (1997), S. 6. Anderer Ansicht Bofinger (1998), S. 2.

schwäche und Unterbeschäftigung Herr zu werden. Mit abnehmendem Glauben an die Phillipskurve und der Verbreitung von Monetarismus und rationalen Erwartungen sanken diese Hoffnungen, und das Europäische Währungssystem (EWS) lieferte mit seinem Wechselkursmechanismus den geeigneten institutionellen Rahmen für restriktive Geldpolitik. Der Rückgang der Inflationsraten, der zudem in einigen Ländern wie etwa in Großbritannien, schwächer auch in Frankreich, mit Wachstumseinbußen bezahlt werden mußte, ist also weniger ein Phänomen von nationaler „Stabilitätskultur“. Er liegt vielmehr ebenso im Trend der Zeit wie vorher die Inflationierung, ist von wirtschaftspolitischen Prägungen sowie jeweils dominierenden Theorieströmungen beeinflusst und damit nicht unumkehrbar.

Dagegen ist die Verankerung formaler Unabhängigkeit im Statut der Europäischen Zentralbank zunächst ein starkes Bekenntnis zu antiinflationärer Politik. Sie beruht auf dem Vorschlag, das Zeitinkonsistenzproblem der Geldpolitik durch einen antiinflationären, "konservativen" Zentralbankier zu lösen. Empirischen Ergänzungen dieser Strömung zufolge besteht eine Korrelation zwischen Zentralbankunabhängigkeit einerseits und Inflationsperformance sowie den „sacrifice costs“ disinflationärer Politik andererseits. Beide Zusammenhänge werden aber inzwischen zunehmend kritisch gesehen³. Als logische Folge dieser augenscheinlichen Vorteile wurde aber das institutionelle Modell der statistisch erfolgreichsten Zentralbank, der Deutschen Bundesbank, als Vorbild für die EZB verwendet. Zur Überraschung der deutschen Vertreter in den vorbereitenden Ausschüssen wurden selbst extreme Vorschläge - wie etwa das totale Verbot der Regierungsfinanzierung - von den Notenbankgouverneuren der EU-Staaten akzeptiert und später in der Neufassung des EG-Vertrages vom 7. Februar 1992 kodifiziert.

Die EZB wird demnach keinen Weisungen von politischen Gremien oder Interessengruppen unterworfen sein (Art. 107). Über ihre Strategie und die zu deren Umsetzung erforderlichen Instrumente wird sie selbst beschließen können. Auf andere wirtschaftspolitische Endziele als Preisniveaustabilität wird sie nur insoweit Rücksicht zu nehmen haben, als dies mit dem Hauptziel vereinbar ist (Art. 105). Die Einsetzung ihrer Entscheidungsträger ist weitgehend politischem Einfluß entzogen, und bei der Durchführung ihrer Aufgaben besitzt die Bank finanzielle Unabhängigkeit.

Die *formale* Unabhängigkeit ist also sehr weitgehend. Dennoch sind die Positionen der EZB - und der mit ihr das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) bildenden nationalen Notenbanken - keineswegs unangreifbar. Die Schwachpunkte liegen einerseits in Mängeln der formalen Unabhängigkeit. So

³ Zur Korrelation zwischen Zentralbankunabhängigkeit und Inflation siehe Cargill (1995), S. 159 ff.; zur „sacrifice ratio“ vgl. Fischer/Zurlinden (1997), S. 325 ff.

ist etwa die Rechenschaftslegung gegenüber demokratisch legitimierten Organen, Voraussetzung für Glaubwürdigkeit und damit Effektivität der Geldpolitik, zu schwach ausgeprägt. Ferner ist die vorgeschriebene Mindestamtszeit der nationalen Notenbankgouverneure mit fünf Jahren zu kurz; darüber hinaus ist Wiederwahl zulässig. Schließlich hat die EZB in Wechselkursfragen nur beratende Funktion, was die enge Verzahnung von Geld- und Währungspolitik vernachlässigt⁴. Das noch gravierendere Problem liegt aber darin, daß für den Erfolg glaubwürdiger Zentralbankpolitik die *faktische* Unabhängigkeit den Ausschlag gibt. Hierunter sind rechtlich nicht greifbare oder unkodifizierte Angriffspunkte zu verstehen, die sich auf die Politik der Zentralbank auswirken. Im Fall der EZB besteht ein potentieller Einflußkanal - ungeachtet des "Beckett-Effekts" - in der nationalen Prägung der Leitungsorgane. Die Diskussion über die Aufteilung der ersten Amtszeit des EZB-Präsidenten gab davon ein beredtes Beispiel. Über die tief verwurzelten Unterschiede in den *Zentralbankkulturen* der EWU-Länder wird aber angesichts der vermeintlich verbreiteten Stabilitätsorientierung nur allzu selten nachgedacht⁵.

Die faktische Unabhängigkeit läßt sich erst im Zusammenhang mit dem Umfeld beurteilen, in dem die EZB tätig wird. Da jede Regierung wiedergewählt werden möchte und damit vor allem die Wohlfahrt der eigenen Wahlbevölkerung im Auge hat, ist kaum zu erwarten, daß Versuche politischer Einflußnahmen auf die EZB unterbleiben werden. Die formale Unabhängigkeit schützt die Bank aber nur bis zu einer bestimmten Schwelle vor derartigen Einflußnahmen. Übersteigt die Konfliktintensität innerhalb der EWU-Länder ein bestimmtes Niveau - was zu erwarten ist, sobald die realwirtschaftlichen Folgen der Währungsunion voll durchschlagen - dürfte die EZB sich gezwungen sehen, die Konfliktkosten zu minimieren. Die Folge kann eine ungewollt akkommodierende Geldpolitik sein.

C. Auf längere Sicht: Europa ist kein optimaler Währungsraum

Die längerfristige Perspektive für die EWU ist eher pessimistisch zu sehen. Früher oder später wird deutlich werden, daß es sich bei ihr nicht um das handelt, was in der Theorie als „optimaler Währungsraum“ bezeichnet wird. Grundidee dieses Konstrukts ist der Verzicht „kleiner“, offener Volkswirtschaften auf den Wechselkurs als Anpassungsinstrument bei asymmetrischen Schocks, die zu Nachfrageverschiebungen oder Produktivitätsgefällen führen. Für ein kleines Land kann ein System fester Wechselkurse nur dann Nettovor-

⁴ Vgl. Cottarelli (1994), S. 330 ff.; Geigant (1997), S. 207.

⁵ Eine Ausnahme bildet Pöhl (1997), S. 12.

teile (Wegfall von Transaktionskosten und Wechselkursunsicherheit) bringen, wenn anderweitige Ausgleichsmechanismen zur Verfügung stehen und so die Vorteile des einheitlichen Währungsraumes die Nachteile mehr als aufwiegen. Nach der grundlegenden Arbeit von Mundell (1961) ist dies nur gegeben, wenn bei Nachfrageverschiebungen die Faktormobilität zu einem erneuten Gleichgewicht führen kann. Diese ist für den Faktor *Kapital* in der EU weitgehend gegeben. Da aber die Wanderung von *Arbeitnehmern* innerhalb Europas, anders als etwa im Fall der oft als Vergleichsbeispiel empfohlenen USA, u. a. an Sprach-, Kultur- und Arbeitsmarktrigiditäten scheitert, ist das von Mundell geforderte Kriterium verletzt. Die EWU ist demnach kein optimaler Währungsraum.

Ähnliches gilt für den Ansatz von McKinnon (1963), der postuliert, ab einem bestimmten Grad an „Offenheit“ - zu messen am Anteil international handelbarer Güter - gingen einem Land die Abwertungswirkung und damit deren Vorteile verloren. Die Arbeitnehmer seien am realen Wechselkurs orientiert, weil sie bezüglich der Import- und Exportpreise Anpasser seien. Eine autonome Geldpolitik sei damit real wirkungslos, das Land würde in einer Währungsunion die o. g. Wohlfahrtsgewinne gegenüber einem Regime flexibler Wechselkurse realisieren, wenn es nur „offen“ genug sei. In der EWU sind aber nicht alle Länder in gleichem Umfang „price taker“. Es gibt im europäischen Maßstab neben „kleinen“ auch ein „großes“ sowie mehrere „mittelgroße“ Länder⁶. Ferner verfügen die EWU-Teilnehmer nicht über das gleiche Maß an Offenheit im McKinnonschen Sinne. Somit wirkt sich der Verlust des Abwertungsinstruments asymmetrisch auf die EWU-Länder aus, was nicht im Sinne eines „optimalen“ Währungsraumes sein kann.

Auch das Währungsraumkonzept von Kenen (1969), demzufolge Länder mit stark diversifizierter Struktur an Exportgütern relativ weniger von exogenen Schocks getroffen würden und daher nicht von flexiblen Wechselkursen profitierten, entspricht nicht bzw. nicht in gleichem Maße den EWU-Ländern. In der zunehmend globalisierten Welt führen Skalenerträge zu Spezialisierungsvorteilen, die der Diversifizierung tendenziell entgegenstehen. Ferner baut das Kenen-Konzept auf symmetrisch verteilten Schocks auf, die in einem Europa der spezialisierten Regionen ebenfalls kaum zu unterstellen sein dürften.

Die EWU wird demzufolge, gemessen an den von der Theorie angelegten Maßstäben, kein optimaler Währungsraum sein. Flexible Wechselkurse mögen ein nur bei Abwertungswirkung möglicher und zudem unerwünschter Schockabsorber sein (Stichwort *beggar-my-neighbour-policy*)⁷. Zumindest im Falle asymmetrischer Schocks sind aber die Kosten eines Verzichts auf potentielle

⁶ Vgl. zu einer Relativierung des McKinnon-Kriteriums Salin (1977), S. 186 f.

⁷ Vgl. etwa Läufer (1997), S. 405 f.

Abwertungen ungleich verteilt. Die fehlende Faktormobilität müßte durch fiskalische Umverteilung (Finanzausgleich) kompensiert werden, wenn eine Vertiefung von Einkommensgefällen und damit eine Verarmung der schwächeren Regionen verhindert werden soll. Es wird deutlich, daß ein bestimmtes Maß an fiskalischer Integration bzw. politischer Union eine notwendige Bedingung für die nachhaltige Funktionsfähigkeit der monetären Integration darstellt. Bezeichnenderweise wurde aber, entgegen allen Ankündigungen im Vorfeld der Maastricht-Konferenz, eine derartige Annäherung bisher nicht institutionalisiert.

D. Zunehmende Schwierigkeiten der EWU-Fiskalpolitik

Die oben geschilderte Problematik der fehlenden fiskalischen Integration wird durch vier Entwicklungen verschärft: *Erstens* führt der durch die monetäre Integration erzwungene Steuerwettbewerb⁸ tendenziell zu einer budgetären Beschränkung der Mitgliedsländer und - über deren Abführungen an den EU-Haushalt - damit auch der EU. Dies hat nicht nur Nachteile, da der Staatsanteil generell als überhöht gilt und eine erzwungene Korrektur begrüßenswert ist. Andererseits ergeben sich aber auch geringere Spielräume bei der fiskalischen Umverteilung, deren Notwendigkeit - wie oben dargelegt - zunehmen wird.

Zweitens wird sich der Druck auf die EU-Fiskalpolitik verschärfen, wenn die Erweiterung der Gemeinschaft um die beitragswilligen osteuropäischen Länder ansteht. Diese verfügen durchschnittlich nur über ein Drittel des mittleren Pro-Kopf-Einkommens der bisherigen EU, wodurch zusätzlicher Umverteilungsbedarf erzeugt wird. Die Erfahrung mit dem Kohäsionsfonds hat nach der Süderweiterung der EU in den 80er Jahren dieses Problem offengelegt, und dies, obwohl die damaligen Beitrittsländer im Schnitt über rund die Hälfte des Pro-Kopf-Einkommens der EU-Länder verfügten und damit wesentlich besser gestellt waren als die heutigen Aufnahmekandidaten.

Drittens wird die zunehmende Alterung der Bevölkerung in der EU die Sozialversicherungssysteme vor wachsende Probleme stellen. Dies betrifft in zunehmendem Maße die öffentlichen Kassen, weil die steigende Belastung der Arbeitseinkommen auf Widerstand von Gewerkschaften sowie Unternehmen stößt⁹. Da eine grundlegende Reformierung insbesondere der Renten- und Krankenversicherungssysteme in den EU-Ländern noch in den Anfängen steckt,

⁸ Im Bereich der Unternehmensbesteuerung soll dem durch einen „EU-Steuerkodex“ begegnet werden. Vgl. „EU-Steuerkodex nimmt Gestalt an“, in: Handelsblatt vom 21.8.1997.

⁹ Vgl. Kopits (1997), S. 20.

wird das Ziel nachhaltiger fiskalischer Disziplin in der EWU vom Einfluß der Altersstruktur auf die Sozialversicherung in Frage gestellt.

Viertens kann auch eine Koordinierung der Wirtschaftspolitiken keine Harmonisierung grundlegender nationaler Präferenzen erreichen. So ist in interventionistisch geprägten Ländern wie Frankreich oder auch Italien ein kompromißloses Primat monetärer Disziplin nicht dauerhaft durchsetzbar. Restriktive Fiskalpolitik bei Rezession führt dort zum schnellen Austausch der Regierung. Bei einer Verschärfung der Beschäftigungsprobleme wird es mittelfristig zu Eingriffen kommen, die zu Lasten der fiskalischen Solidität gehen. Das Ergebnis höherer regionaler Verschuldung wäre ein Zinssatz-spill-over auf die gesamte EWU bzw. politischer Druck auf eine akkommodierende Geldpolitik.

Der beim Amsterdamer Gipfel im Juni 1997 beschlossene Stabilitätspakt wird nicht ausreichen, um die Geldpolitik der EZB vor einer gezwungenermaßen expansiven Fiskalpolitik zu schützen. Einerseits ist es unrealistisch, einem Land erst dann eine fiskalische Sondergenehmigung für die Überschreitung des 3%-Defizitwertes zugestehen zu wollen, wenn es tief in der Rezession steht. Der Sanktionsmechanismus würde dann ferner prozyklisch wirken und die finanzielle Lage des betroffenen Landes verschärfen. Andererseits greifen die Sanktionen nicht automatisch, sondern sind dem Beschluß einer qualifizierten Mehrheit unterworfen, den eine Gruppe gemeinsam stimmender "Sünderländer" verhindern kann¹⁰. Die Nachhaltigkeit fiskalischer Disziplin, die ohnehin durch den Anstieg der durchschnittlichen Schuldenquote in der EU seit Unterzeichnung des Maastricht-Vertrages 1991 in Frage gestellt ist, kann durch den Stabilitätspakt also nicht sichergestellt werden.

E. Die EWU als soziales Pulverfaß: Tabuisierung einer unbequemen Erkenntnis

Das Zusammenwirken der oben skizzierten Faktoren - Arbeitsmarktinflexibilität, fehlender Finanzausgleich, fiskalische Zusatzbelastungen und unterschiedliche wirtschaftspolitische Vorstellungen - bildet eine explosive Mischung, die beim Auftreten asymmetrischer Schocks, aber auch schon einer längeren Rezession zur Sprengung der EWU führen kann. Das soziale Gefüge Europas könnte sich in einem derartigen Fall als nicht tragfähig erweisen. In diesem Fall wäre nicht nur der Schaden immens und irreparabel, sondern der ursprüngliche politische Zweck, über die monetäre Integration eine dauerhafte Friedensordnung in Europa zu erzwingen, gefährdet. Vor dem Hintergrund dieser Befürchtungen gerät die jahrelange Strategie der Regierungsvertreter, die

¹⁰ Vgl. zum Stabilitätspakt etwa Aschinger (1997), S. 582.

ökonomischen und sozialen Mängel des Maastricht-Vertrages zu tabuisieren, in ein fragwürdiges Licht.

Die Frage ist daher, aus welchem Grund diese Tabuisierung erfolgte. Eine mögliche Antwort auf diese Frage liegt in der Konvergenz fundamentaler volkswirtschaftlicher Größen wie Inflationsraten und Zinssätze. Die Annäherung dieser Parameter zwischen den EU-Ländern war schon zu einem guten Teil durch das 1979 gegründete EWS geleistet worden. Nach der Vervollständigung der Kapitalverkehrsfreiheit geriet dieses Festkurssystem aber zunehmend ins Visier der Hedge-Fonds, die vermeintliche Schwachwährungen an den Rand des Interventionsbandes drückten und damit die Notenbanken zu Devisenmarkt eingriffen zwangen. Dieser Spekulation, die im Gegensatz zu den Zentralbanken den Futures-Hebel nutzen konnte, war das EWS nicht gewachsen. Mit der Ausweitung der Bandbreiten auf +/- 15 % im August 1993 verlor es de facto seine Funktion als Konvergenzautomatismus. An seine Stelle trat der Zwang des Maastricht-Vertrages¹¹. Wären die offensichtlichen und schon frühzeitig kritisierten Schwächen des Vertrages zu jenem Zeitpunkt Gegenstand einer umfassenden ökonomischen Diskussion geworden, hätte dieser „Ersatz-Konvergenzmechanismus“ niemals funktionieren können¹². Das EWU-Projekt wurde daher als politische Chefsache tabuisiert und Kritiker als fortschrittsfeindliche Nationalisten ins Abseits gedrängt. So gelang es tatsächlich, über mehrere Jahre hinweg beispiellose Konvergenzerfolge - und entsprechende Opfer - in den zukünftigen EWU-Ländern durchzusetzen.

Nun erscheint unverständlich, warum derart offensichtliche Schwächen des EWU-Projekts nicht trotz der verordneten Tabuisierung in die öffentliche Diskussion gelangt sind. Die plakative Fixierung auf eine "strenge" Auslegung der Konvergenzkriterien war angesichts der angestrebten hohen Teilnehmerzahl und gleichzeitigen Aufrechterhaltung des Zeitplanes von vornherein unglaubwürdig. Auch die mangelnde Berücksichtigung realwirtschaftlicher Kriterien wie Produktivität, Lohnstückkosten oder Arbeitslosigkeit war unübersehbar. Sicherlich hätte ein entsprechendes Bekenntnis der Bundesbankspitze, der Vorstände der Großbanken oder namhafter Verbandsvertreter Schwachpunkte offenlegen und damit ein früheres Gegensteuern ermöglichen können. Offenbar schreckten aber gerade diejenigen Institutionen und deren Hauptrepräsentanten, auf deren Urteil es hierbei angekommen wäre, vor der Äußerung ihrer Skepsis zurück. Die immer stärker mit Blick auf den Euro agierenden Kapital- und Devisenmärkte boten die Rechtfertigung für eine widerstandslose „Augen-zu-und-durch-Strategie“. Diese stillschweigende Zustimmung, die - wie offenbar

¹¹ Daß die Erweiterung der EWS-Bandbreiten aber auch den Sinn des Maastrichter Wechselkurskriteriums in Frage stellte, wurde vernachlässigt.

¹² Ein externer Zwang wurde aber besonders zur Eindämmung der Staatsdefizite benötigt; vgl. Spahn (1997), S. 12.

im Falle der Bundesbank und der Großbanken - gegen besseres Wissen und die eigene Überzeugung erfolgte, könnte längerfristig schädliche Auswirkungen haben.

Es ist kurzfristig, eine Lösung aller Probleme zu erhoffen, wenn erst einmal - mit Festschreibung der Wechselkurse Anfang 1999 - das rettende Ufer erreicht ist. Auch ein völkerrechtlich verbindlicher Vertrag wird nur dann einzuhalten sein, wenn die Bevölkerung der EWU-Länder und die Teilnehmer am Kapital- und Devisenmarkt an dessen Unauflösbarkeit glauben und deshalb nicht gegen ihn spekulieren. Die Wahrscheinlichkeit, daß sie daran glauben, steht und fällt aber mit den realwirtschaftlichen und vor allem sozialen Auswirkungen der Währungsunion. Da diese wegen der oben skizzierten Divergenzen (Produktivitätsunterschiede, unterschiedliche Sensitivität bezüglich exogener Schocks, mangelhaft institutionalisierter Finanzausgleich etc.) eher zu- als abnehmen werden, dürfte auch Stufe drei der EWU noch angreifbar sein¹³. Schon heute geben - wohlgerne in einer aufwärts gerichteten Konjunkturphase - die Spannungen in Frankreich einen Vorgeschmack auf künftige Konflikte. Und auch in Deutschland könnte es, sobald die Arbeitslosigkeit, eine im Zuge des erzwungenen Steuerwettbewerbs weiter restriktive Fiskalpolitik und eine schwächere Konjunktur den Verteilungsspielraum weiter einengen, mit dem sozialen Frieden bald vorbei sein.

F. Fazit: Kann die EZB Stabilität im Euro-Land garantieren?

Die EWU wird in beispielloser Weise auf die monetäre Integration zentriert sein. In institutioneller Hinsicht bedeutet dies, daß die EZB einerseits eine außergewöhnliche Machtfülle besitzt, andererseits aber auch enorme Anpassungslasten tragen muß. Es ist zu fragen, ob sie dies dauerhaft leisten kann.

Eine einheitliche Geldpolitik bedeutet, daß es im Währungsraum EWU nur noch ein Zinsniveau für Zentralbankgeld geben wird. Die Zinsimpulse, die von den geldpolitischen Instrumenten einer Zentralbank ausgehen, werden über monetäre Transmissionsmechanismen in die reale Sphäre einer Volkswirtschaft übersetzt. Dies vollzieht sich, sofern nicht die Finanzmarktstrukturen und die relative Bedeutung dieser Transmissionskanäle exakt identisch sind, in verschiedenen Ländern mit unterschiedlicher Intensität und Zeitverzögerung¹⁴. Da innerhalb der EWU-Länder diese Strukturen aber heterogen sind, führt die Transmission zu asymmetrischen realwirtschaftlichen Auswirkungen. Wie und wann sich die Mechanismen durch den Euro verändern (etwa durch nachlassenden

¹³ Vgl. Garber (1997), S. 58 f.; Eltis (1997), S. 21 ff.

¹⁴ Vgl. Ramaswamy/Sloek (1997), S. 6 ff.; Begg (1997), S. 17 ff.

de Bedeutung der Transmission über den Wechselkurskanal), ist nicht vorher-sagbar. Die EZB sollte daher im Sinne ihrer Glaubwürdigkeit explizite Inflati-onsziele nicht überbetonen. Darüber hinaus befinden sich die betroffenen Volkswirtschaften nicht zwingend in der gleichen Phase ihres Konjunkturzy-klus. Monetäre Maßnahmen, die für ein Land - oder im EU-Zusammenhang besser: für eine Region - richtig sind, können für ein anderes Wirkungsgebiet unangebracht sein. Auch hier ist also zu bezweifeln, daß eine einheitliche Geldpolitik für ein heterogenes Währungsgebiet ohne weitere Ausgleichsme-chanismen per saldo in gleichem Maße wohlfahrtssteigernd wirkt.

Was ist also zu tun? Die Zeitpunkte der Wechselkursfixierung und des defi-nitiven Umtausches nationaler Währungen in Euro einander anzunähern, also die EWU zu verschieben, würde - *ceteris paribus* - wenig bringen und erscheint heute nicht mehr praktikabel. Der Vertrauensverlust wäre vermutlich zu groß und das Gesamtprojekt damit gefährdet¹⁵. Dies ist, eher aufgrund der normati-ven Kraft des Faktischen denn aus ökonomischer Vorteilhaftigkeit, keineswegs wünschenswert. Auch die sinnvollere Option einer Kern-EWU wurde fallen gelassen. Die Hoffnung auf einen Lerneffekt aus den Fehlern der deutschen Einheit wurde enttäuscht. Da sich aber andererseits die oben geschilderten Probleme über kurz oder lang bemerkbar machen und im Extremfall die weitere Integration Europas ganz - und damit wohl endgültig - zum Einsturz bringen würden, ist die jetzt noch verbleibende Zeit dringend dafür zu nutzen, wenig-stens einige der Schwachstellen des Maastrichter Konzepts auszubessern.

Hierfür ist *erstens* notwendig, der EZB geeignete wirtschaftspolitische Ent-scheidungsträger zur Seite zu stellen, um die Geldpolitik von Aufgaben zu entlasten, die sie nicht leisten kann. Dies darf und muß die Unabhängigkeit der EZB nicht kompromittieren. Stattdessen bedarf es der demokratisch legitimier-ten Institutionalisierung eines EWU-weiten Finanzausgleichs und einer Flexibi-lisierung der Lohn-, Sozial- und Steuerpolitiken zum Zwecke einer Abfederung negativer Folgen des Systemwettbewerbs¹⁶. Der Markt ist in diesen Bereichen als Koordinator überfordert, solange er keinen geeigneten Ordnungsrahmen vorfindet. *Zweitens* sollte die Angleichung der Finanzmarktstrukturen forciert werden, um eine Assimilierung der monetären Transmissionskanäle zu unter-stützen. Sicherlich wird zusätzlich die EWU als Katalysator der Finanzmarkt-ef-fizienz (Disintermediation, Securitisation etc.) fungieren. Gleichzeitig muß die Stabilität des Finanzsektors in der EWU sichergestellt werden. Es ist fraglich, ob hierzu das Subsidiaritätsprinzip der Bankenaufsicht ("Gegenseitige Aner-kenkung") ausreicht. Der IWF vermerkt es als Besonderheit, daß Art. 105 des Maastricht-Vertrages die EZB nicht mit einer zentralen lender of last resort-

¹⁵ Vgl. etwa Neuss (1997), S. 450 ff.

¹⁶ Vgl. Modigliani/La Malfa (1998), S. 18.

Aufgabe betraut¹⁷. *Drittens* ist die Rolle des Europäischen Parlaments zu stärken. Die EZB sollte diesem in kürzeren Abständen berichten, um die Transparenz und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu stärken. Hierbei taucht das Problem auf, daß dem Parlament auch Länder angehören, die nicht - bzw. noch nicht - an der EWU teilnehmen. Ferner muß klar sein, daß „Rechenschaft“ nicht „Rechtfertigung“ heißen kann. *Viertens* schließlich sollte der Stabilitätspakt überarbeitet und flexibler gestaltet werden.

Die Integration Europas zu wollen, ist ehrgeizig. Sie aus Gründen der Friedenssicherung für hilfreich oder gar notwendig zu halten, ist ehrenwert. Sie aber ausschließlich durch monetären, in Form einer Zentralbank institutionalisierten Zwang durchsetzen zu wollen, ist gefährlich. Bis heute ist von manchen der denkbaren Auswirkungen, Eisbergen gleich, nur die Spitze zu sehen. Die Europäische Zentralbank ist nicht unsinkbar. Ihre Jungfernfahrt muß durch eine Verbesserung der Reiseroute und durch schnelle, wendige Begleitboote davor geschützt werden, an einem dieser Eisberge zu enden.

Literaturverzeichnis

- Aschinger, G.* (1997), Probleme auf dem Weg zum Euro, in: Wirtschaftsdienst, 77. Jg., 1997, S. 580-585.
- Begg, D.* (1997), The Design of EMU, IMF Working Paper, Nr. 97/99, Washington D.C., 1997.
- Bofinger, P.* (1998), Viel Lärm um nichts - Deutschland ist reif für die Europäische Währungsunion, in: Handelsblatt vom 13.1.1998, S. 2.
- Cargill, T. F.* (1995), The Statistical Association between Central Bank Independence and Inflation, in: Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Nr. 193, Juni 1995, S. 159-172.
- Cottarelli, C.* (1994), Should an „Independent“ Central Bank Control Foreign Exchange Policy?, in: Balino, T. J. T.; Cottarelli, C. (Hg.), Frameworks for Monetary Stability. Policy Issues and Country Experiences, Washington D.C. 1994, S. 330-354.
- Eltis, W.* (1997), Will EMU Fracture?, in: The International Bank Credit Analyst, Vol. 35, Nr. 10, Juli 1997, S. 19-25.
- Fischer, A. M.; Zurlinden, M.* (1997), Notenbankunabhängigkeit und Kosten der Inflationsbekämpfung, in: Schweizerische Nationalbank, Geld, Währung und Konjunktur, 15. Jg., 1997, S. 325-337.
- Garber, P.* (1997), Is Stage III attackable?, in: Euromoney, August 1997, S. 58-59.
- Geigant, F.* (1997), Legalität und Legitimität. Die Autonomie staatlicher Einrichtungen am Beispiel des Zentralbankwesens, in: Koslowski, P.; Schenk, R. (Hg.), Jahrbuch für Philosophie des Forschungsinstituts für Philosophie Hannover, Band 9, 1998, Wien 1997, S. 191-232.

¹⁷ Vgl. International Monetary Fund (1997), S. 25 f.

- International Monetary Fund (1997), *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, Washington D.C., 1997.
- Kenen, P. B.* (1969), *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View*, in: Mundell, R. A.; Swoboda, A. K. (Hg.), *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago 1969.
- Kopits, G.* (1997), *Are Europe's Social Security Finances Compatible with EMU?*, IMF Paper on Policy Analysis and Assessment, Nr. 97/3, Washington D.C., Februar 1997.
- Läufer, N. K. A.* (1997), *Europäische Währungsunion - Pro und Contra*, in: *Die Bank*, 37. Jg., 1997, S. 404-408.
- McKinnon, R. I.* (1963), *Optimum Currency Areas*, in: *American Economic Review*, Vol. 53, 1963, S. 717-725.
- Modigliani, F.; La Malfa, G.* (1998), *Perils of unemployment*, in: *Financial Times* vom 16.1.1998, S.18.
- Mundell, R. A.* (1961), *A Theory of Optimum Currency Areas*, in: *American Economic Review*, Vol. 51, 1961, S. 657-665.
- Neuss, B.* (1997), *Verschiebung des Euro - keine sinnvolle Alternative!*, in: *Wirtschaftsdienst*, 77. Jg., 1997, S. 450-456.
- Pöhl, K. O.* (1997), *Frankreichs Mißtrauen in die Märkte ist gefährlich*, in: *Frankfurter Allgemeine Zeitung* vom 18.1.1997, S. 12.
- Ramaswamy, R.; Sloek, T.* (1997), *The Real Effects of Monetary Policy in the European Union: What are the Differences?*, IMF Working Paper, Nr. 97/160, Washington D.C., Dezember 1997.
- Salin, P.* (1977), *Die Theorie des optimalen Währungsgebietes*, in: Claassen, E.-M. (Hg.), *Kompendium der Währungstheorie*, München 1977, S. 177-200.
- Spähn, H.-P.* (1997), *Schulden, Defizite und die Maastricht-Kriterien: Eine theoretisch-empirische Bestandsaufnahme*, in: *Konjunkturpolitik*, 43. Jg., 1997, S. 1-15.

Geldpolitik im Zeitalter der Globalisierung

Von Gisela Roth

A. Das Zeitalter der Globalisierung

Wir leben in einem Zeitalter der Globalisierung. Nationale Grenzen verlieren für den Austausch von Waren und Dienstleistungen zunehmend an Bedeutung. Das dynamische Wachstum des Welthandelsvolumens wird von einer internationalen Diversifikation der Produktion bisher nicht gekanntem Ausmaßes begleitet. Aufgrund der hohen Mobilität des Produktionsfaktors Kapital ist an den internationalen Finanzmärkten die Integration am weitesten fortgeschritten. Sie sind in den 80er und 90er Jahren praktisch zu einem einheitlichen Weltfinanzmarkt zusammengewachsen. Standardisierte Finanztitel werden 24 Stunden lang rund um den Globus gehandelt und können innerhalb von Sekundenbruchteilen den Besitzer wechseln. In diesem Prozeß hat sich das Wachstum der Finanzmärkte verselbständigt und von der Realsphäre gelöst. Im Jahr 1995 überstieg der geschätzte tägliche Umsatz am Devisenmarkt mit rund 1200 Mrd. US-Dollar das auf Tagesbasis umgerechnete Welthandelsvolumen um mehr als das Fünfzigfache; im Zeitraum von drei Jahren ist er um annähernd die Hälfte, bzw. nach Bereinigung von Wechselkurseffekten um ein Drittel gewachsen. Der weltweite tägliche Umsatz in Zins- und Wechselkursderivaten belief sich nach Ausschaltung von Doppelzählungen zum gleichen Zeitpunkt auf knapp 1500 Mrd. US-Dollar.¹ Begleitet wurde das stürmische Wachstum an den internationalen Finanzmärkten von einem beachtlichen Strukturwandel. Mit neuen Finanzprodukten, innovativen Finanzierungstechniken und aggressiven Wachstumsstrategien rüsteten sich die „national players“ für ihre neue Rolle als „global players“. Eine geldpolitisch bedeutsame Folge dieser Umwälzungsprozesse, auf die im folgenden Beitrag mehrfach Bezug genommen wird, ist die hohe Wettbewerbsintensität im globalen Finanzsystem.

¹ Diese Zahlenangaben entstammen einer im Dreijahresturnus unter den Zentralbanken durchgeführten Umfrage der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich über die Entwicklung der Devisenmärkte und Märkte für Finanzderivate. Vgl. Bank for International Settlements (1996), S. 3.

Als treibende Kräfte für das rapide Wachstum der internationalen Finanzmärkte sowie ihre beschleunigte Integration gelten im wesentlichen die folgenden:

– Von grundlegender Bedeutung sind die atemberaubenden *Fortschritte in der Informations- und Kommunikationstechnologie*. Durch die technologisch bedingte Reduktion der Transaktionskosten für Finanzgeschäfte sowie die neu entstandenen Möglichkeiten der Informationsbeschaffung und -verarbeitung wurde ein weltweiter zeitnaher Handel von Finanzaktiva erst ermöglicht.

– Das starke *Wachstum des Welthandelsvolumens* und die Ausbildung hartnäckiger *Zahlungsbilanz- und Budgetungleichgewichte* in wichtigen Volkswirtschaften, die nicht mit internen Ressourcen finanziert wurden, legten den Grundstein für die Entwicklung internationaler Finanzverflechtungen.

– Der *steigende Anteil institutioneller Anleger* an den internationalen Finanzmärkten und damit einhergehend ihre *zunehmende Professionalisierung* hat zu einer verstärkten internationalen Diversifikation der Portfolios beigetragen. Zugleich erhöhte sich die Kurzfristorientierung sowie die Erwartungslastigkeit der Finanzmärkte.

– Die Verbreitung von *Finanzinnovationen* gab den internationalen Finanzmärkten eine neue Dimension. Angesichts der gestiegenen Volatilität von Finanzmarktpreisen wuchs der Bedarf nach Instrumenten zur Absicherung gegen Kurs-, Zins- und Wechselkursrisiken. Durch die Abtrennung dieser Risiken vom Grundgeschäft haben innovative Finanzprodukte zu einer verbesserten Risikoallokation an den internationalen Finanzmärkten geführt. In der Folgezeit wurden sie aber auch als Instrumente der Spekulation eingesetzt. Damit trugen sie wesentlich zur Verselbständigung der internationalen Finanzmärkte bei.

– Der Prozeß der *Marktliberalisierung und Deregulierung*, der in vielen Industrieländern in Gang gesetzt wurde, ist als Ursache aber auch als Folge des Marktwachstums anzusehen. Einerseits hat er das Wachstum der internationalen Finanzmärkte gefördert, weil er immer mehr Finanzinstituten zu einheitlichen Wettbewerbsbedingungen Zugang zum internationalen Geschäft verschafft.² Zum anderen sehen sich nicht zuletzt unter dem Druck der machtvollen und staatenlosen Marktkräfte viele Länder gezwungen, noch bestehende Regulierungsschranken aufzuheben, weil sich Umgehungsgeschäfte nicht eindämmen lassen und mit der Abwanderung des Geschäfts auf internationale, nicht regulierte Marktsegmente der heimische Finanzmarkt austrocknet. Die Pläne zur Schaffung einer Europäischen Währungsunion haben innerhalb Europas einen

² Als eine weitere Beziehungsebene kommt hinzu, daß die Ursprünge der Euromärkte in einer Flucht vor regulierten Binnenmärkten liegen, so daß Regulierungsschranken ebenfalls als Ursache des Marktwachstums gelten müssen.

zusätzlichen Deregulierungsschub ausgelöst und so zur beschleunigten Integration der europäischen Finanzmärkte beigetragen.

Im Gegensatz zur Internationalisierung des Finanzgeschäfts endet der Machtbereich der Geldpolitik nach wie vor an den Staatsgrenzen. Im folgenden wird nach einem kurzen Überblick über die empirischen Forschungsergebnisse zur internationalen Finanzmarktintegration gezeigt, daß die Globalisierung eine effiziente geldpolitische Steuerung auf nationaler Ebene erschwert. Vor diesem Hintergrund läßt sich der unmittelbar bevorstehende Übergang zu einer gemeinsamen europäischen Geldpolitik als Reaktion auf die Einengung wirtschaftspolitischer Freiräume durch die Globalisierung deuten.

B. Internationale Finanzmarktintegration unvollständig

Als empirisch überprüfbarer Maßstab für die erreichte Integration internationaler Finanzmärkte wird in der Regel eine Zinsparitätengleichung aufgestellt. Eine bestehende Zinsdifferenz zwischen dem Inland und dem Ausland erklärt sich durch die erwartete Änderungsrate des Wechselkurses sowie durch unterschiedliche Risikokomponenten. Diese Risikokomponenten decken zum einen institutionelle Faktoren, wie ein bestehendes Regulierungsgefälle, zum anderen aber auch Unterschiede in der Risikoneigung internationaler Anleger ab. Vollständige finanzielle Integration erfordert daher nicht nur die Abwesenheit institutioneller Kapitalverkehrsbeschränkungen, sondern auch die Risikoneutralität der Marktakteure.³ Sind diese Bedingungen erfüllt, unterscheiden sich der Inlands- und der Auslandszins immer noch durch die erwartete Änderungsrate des Wechselkurses. Erst wenn keine Wechselkursänderungserwartungen mehr bestehen, d.h. die erreichten Wechselkursverhältnisse vollkommen glaubwürdig sind, herrscht im Inland und im Ausland ein einheitliches Zinsniveau. De facto ist dann der Zustand einer Währungsunion (monetäre Integration) erreicht. Ergänzend wird die Entwicklung wichtiger ökonomischer Kenngrößen, wie Investitions-, Spar- und Konsumquoten einzelner Länder, sowie der Grad der internationalen Portfoliodiversifikation untersucht.

Trotz vielfältiger Analysemethoden und einer Vielzahl empirischer Untersuchungen ist es allerdings bisher nicht gelungen, zu einer eindeutigen Aussage über den erreichten Grad internationaler Finanzmarktintegration zu gelangen; bei Verwendung unterschiedlicher Meßmethoden können sich widersprüchliche Resultate einstellen. Als wohl bekanntestes Beispiel sei an das Feldstein-Horioka Paradoxon erinnert, das trotz vieler Belege für eine hohe internationale Kapitalmobilität nach wie vor eine beträchtliche Korrelation zwischen den na-

³ Vgl. Deutsche Bundesbank (1997b), S. 25 ff.

tionalen Sparquoten und Investitionsquoten in den Industrieländern feststellt.⁴ So ist es wenig verwunderlich, daß in der Wissenschaft noch keine Einigkeit über die richtige Methode zur Erfassung internationaler Finanzmarktintegration besteht. „Despite years of research, however, economists still have not reached the semblance of a consensus on which factors are most relevant. Much work remains to be done; one can hope that the rapid evolution of world capital markets, if not braked by renewed regulation, will furnish more clues as well as data.“⁵

Die Studien, die sich empirisch mit der internationalen Zinskonvergenz auseinandersetzen, zeichnen dementsprechend ein eher vorsichtiges Bild. Gleichwohl kommen sie alle zu dem Schluß, daß der Grad der Integration zweifellos in der letzten Dekade zugenommen habe. Von einer vollständigen Integration könne zwar noch keine Rede sein, eine spürbare Beeinträchtigung der geldpolitischen Handlungsfreiheit ließe sich aber dennoch nicht mehr ausschließen.⁶ Der Internationale Währungsfonds bringt dies folgendermaßen auf den Punkt: „In summary, financial markets have become increasingly integrated, but they are far from forming a single global market. Still, the degree of integration is high enough to strongly affect the conduct and effects of macroeconomic, regulatory, and prudential policies.“⁷ Diese Aussage soll im folgenden am Beispiel der deutschen Geldpolitik näher beleuchtet werden.

C. Globalisierung beschneidet geldpolitische Freiheitsgrade

Das sogenannte Unvereinbarkeitstheorem veranschaulicht prägnant die Folgen der Globalisierung. Dieses Theorem besagt, daß durch finanzielle Integration die Freiheitsgrade der Geldpolitik eingeschränkt werden. Ein steigender Grad finanzieller Integration ist mit einer Erhöhung der Kapitalmobilität verbunden. Im Grenzfall wird ein Zustand perfekter Kapitalmobilität erreicht. Dann hat ein Land nur noch die Wahl, sich für eines der beiden folgenden Ziele zu entscheiden: die Durchführung einer unabhängigen Zinspolitik (nationale geldpolitische Autonomie) oder die Verfolgung eines Wechselkursziels (Wechselkursautonomie). Eine den nationalen Präferenzen entsprechende Kombination beider Ziele ist nicht mehr möglich. Will das Land eine eigenständige Zinspolitik verfolgen, dann muß es das unter dem Druck der Marktkräfte sich

⁴ Eine aktualisierte Fassung des Feldstein-Horioka-Paradoxons aus dem Jahre 1980 findet sich in Feldstein und Bacchetta (1991).

⁵ Obstfeld (1995), S. 254/5.

⁶ Vgl. hierzu International Monetary Fund (1997), S. 59-65, Frankel (1991), Obstfeld (1995), Mussa und Goldstein (1993) und Pigott (1993/94).

⁷ International Monetary Fund (1997), S. 65.

einstellende gleichgewichtige Wechselkursniveau akzeptieren, das wegen der Dominanz internationaler Kapitalströme bei Erfüllung der Zinsparität erreicht wird. Jeder Versuch einer aktiven Wechselkurspolitik, die den Kurs von diesem Gleichgewichtsniveau entfernt, löst sofort massive Kapitalbewegungen aus, gegenüber denen sich die Geldpolitik als machtlos erweist. Wird hingegen eine Bindung des Wechselkurses an eine Leitwährung angestrebt, dann muß die Zinspolitik ganz in den Dienst der Verteidigung der Wechselkursparität gestellt werden. Die Option eines zinspolitischen Alleingangs besteht bei vollkommener Kapitalmobilität dann nicht mehr.

Nähert sich eine Ländergruppe dem Zustand der monetären Integration, ergeben sich noch weitreichendere Konsequenzen für die Geldpolitik. Durch den Wegfall des Wechselkurspuffers wird das Inlandszinsniveau vom einheitlichen Zinsniveau des Währungsraumes bestimmt, d.h. es gibt überhaupt keinen Spielraum mehr für eine autonome nationale Geldpolitik. Jeder Versuch, eine eigenständige Zinspolitik zu betreiben, führt zu entsprechenden Kapitalzu- oder -abflüssen, die sofort das nationale Zinsniveau wieder an das gemeinsame Zinsniveau heranführen. Dieser Zustand sollte sich allmählich im Vorfeld der Europäischen Währungsunion einstellen, um einen gleitenden und weichen Übergang der Teilnehmerländer am Europäischen Währungssystem in die Union mit einer einheitlichen Geldpolitik zu ermöglichen. Bisher erscheint es aber als verfrüht, darauf zu bauen, daß die Spekulation über „Wechselkursanpassungen um fünf vor Zwölf“ einschläft. Die durch kreative Buchungstricks begleiteten Gewaltanstrengungen zur punktgenauen Konvergenz im Jahre 1997 erzeugen nämlich berechtigte Zweifel an der Tragfähigkeit der Union und schaffen damit das ideale Umfeld für spekulative Attacken.

Ergänzend kann man sich anhand einer einfachen ordnungspolitischen Überlegung verdeutlichen, was Globalisierung im Kern für die nationale Geldpolitik bedeutet. Durch den Prozeß der Globalisierung hat sich das Finanzsystem weltweit von seinem nationalen Charakter gelöst und ist auf eine supranationale Ebene gerückt. Die Handlungsmacht der nationalen Geldpolitik endet hingegen nach wie vor an den Staatsgrenzen. Zwar können große Länder, wie die Vereinigten Staaten oder auch Deutschland, zinspolitisch über ihre Staatsgrenzen hinaus Einfluß ausüben, aber Ansatzpunkt für das geldpolitische Instrumentarium ist ausschließlich das nationale Banken- bzw. Finanzsystem. Die durch die Globalisierung hervorgerufene Inkongruenz von geldpolitischem Machtbereich und dem Wirkungskreis des Finanzsystems schafft ständig Friktionen für die Transmission geldpolitischer Impulse entsprechend einer nationalen Zielfunktion und ist die eigentliche Quelle geldpolitischer Ineffizienzen. „It has eroded the effectiveness of the monetary policy functions of domestic

central banking, in that it has removed the territorial correspondence between financial markets and central banks' jurisdiction.“⁸

Das Charakteristikum nationaler Notenbankgesetzgebung ist die Vorgabe einer rein nationalen Zielfunktion. So ist die Deutsche Bundesbank laut § 3 BBankG zur Sicherung der (deutschen) Währung verpflichtet. Gemäß dieser Zielsetzung gilt die Stabilisierung des Inlandspreisniveaus als Kernaufgabe der Deutschen Bundesbank. Auf das Inlandspreisniveau hat die Bundesbank keinen direkten Zugriff. Zwischen dem Ansatzpunkt ihres Instrumentariums und dem Endziel liegt ein komplexer und letztlich kaum erforschter Übertragungsweg. Unmittelbarer Adressat geldpolitischer Maßnahmen ist das Bankensystem. Von dort strahlen die Impulse zunächst in das gesamte Finanzsystem und dann in den realen Sektor aus. Für die Effizienz der Geldpolitik ist es damit unabdingbar, daß vom nationalen Bankensystem, bei dem die Instrumente ansetzen, letztlich ein dominanter, zeitlich relativ stabiler und in seiner Wirkungsrichtung vorhersehbarer Einfluß auf die nationale Endzielgre ausgeht. In dem Maße, wie sich das Banken- bzw. das Finanzsystem aus seiner nationalen Verankerung löst und supranationalen Charakter bekommt, dürfte die erwartete Transmission geldpolitischer Impulse allerdings nachhaltig gestört sein. In letzter Konsequenz trägt die Globalisierung des Finanzsystems dazu bei, daß die Wirkungen geldpolitischer Impulse auf nationale Endzielgren kaum noch prognostizierbar sind.

D. Nationale Transmissionskanäle verstopfen

Als Folge der Globalisierung verstopfen die nationalen Transmissionskanäle. Eine gezielte Beeinflussung der nationalen Realwirtschaft ist deutlich erschwert. Marktinkonforme Transmissionswege, wie eine Einschränkung der Kreditverfgbarkeit, sind bei international verflochtenen Finanzsystemen von vornherein zum Scheitern verurteilt, da es kaum gelingen dürfte, die Vielzahl der vorhandenen Schlupflöcher zu schließen. Bei marktkonformen Transmissionswegen werden die Wirkungen geldpolitischer Impulse entweder zeitlich instabil oder versickern im Extremfall im Finanzsystem. Dies gilt in besonderem Maße für den Zins- und den Wechselkurskanal.

Im Zinskanal ist an die Stelle der traditionellen Geldmarktabhangigkeit des Kapitalmarktes schon lange eine weitgehende Auslandsabhängigkeit des Kapitalmarktes getreten. Nach der traditionellen Sichtweise übt das Geldmarktzinsniveau einen dominanten Einfluß auf das Kapitalmarktzinsniveau aus. Ein von der Bundesbank am kurzen Ende verursachter Zinsimpuls pflanzt sich mit einer

⁸ Padoa-Schioppa und Saccomanni (1994), S. 241.

stabilen zeitlichen Verzögerung bis zum langen Ende fort, so daß sich Geldmarktzinsniveau und Kapitalmarktzinsniveau gleichgerichtet entwickeln. Die starke Stellung der Kreditinstitute am Kapitalmarkt begünstigt eine parallele Geldmarkt- und Kapitalmarktzinsentwicklung, da die im Geldmarkt im Bankensystem ansetzenden geldpolitischen Impulse dann unmittelbar auf den Kapitalmarkt durchwirken. Die Gültigkeit des traditionellen Übertragungswegs bildet die Basis für die Effektivität der nationalen Geldpolitik über den Zinskanal. Wenn die Zinsimpulse nicht bis zum Kapitalmarkt vordringen, entfaltet die Geldpolitik keine Wirkung im realen Bereich der Wirtschaft; die zinsabhängigen Ausgabeentscheidungen der Wirtschaftsteilnehmer orientieren sich nämlich am langfristigen und nicht am kurzfristigen Zinsniveau. Die Transmissionskette zwischen dem Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums und dem Endziel Preisniveaustabilität ist dann unterbrochen.

Aufgrund der hohen Auslandsverflechtung des deutschen Kapitalmarktes ist der hier skizzierte strikte Zusammenhang schon lange gestört. Damit übt das inländische Bankensystem nicht mehr in allen Phasen einen dominanten Einfluß auf die Zinsbildung am deutschen Kapitalmarkt aus. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank erreichte das Auslandsengagement gemessen am Erwerb festverzinslicher Wertpapiere durch Ausländer am deutschen Kapitalmarkt im Jahresdurchschnitt 1986 mit 55,6 % und 1993 mit 53,6 % Spitzenwerte. Seit 1990 haben sich die finanziellen ausländischen DM-Anlagen in Deutschland mehr als verdoppelt; Ende Juni 1996 erreichten sie einen Stand von 1417 Mrd DM. Verglichen mit dem dynamischen Wachstum in den 80er Jahren hat das Expansionstempo sogar noch zugenommen. Das jährliche Volumen grenzüberschreitender Transaktionen entspricht seit 1993 etwa dem 1,4fachen des Umlaufs an inländischen Rentenwerten. In der zweiten Hälfte der 80er Jahre betrug diese Relation noch 0,4.⁹ Für die Renditeerwartungen ausländischer Anleger sind neben der erzielbaren Nominalverzinsung Kurssteigerungspotentiale sowie Wechselkursänderungserwartungen entscheidend. Bei kurzfristigem Anlagehorizont tritt die Nominalverzinsung gegenüber den erzielbaren Kurs- und Wechselkursgewinnen zurück. Dabei sorgt ein massiver gleichgerichteter Strom von Auslandskapital schon fast für eine Selbsterfüllung der Prognosen. Bilden sich zunächst zaghafte Aufwertungserwartungen, so werden erst wenige Anleger den Schritt an den deutschen Kapitalmarkt wagen. Ihre Kaufentscheidungen induzieren Kurssteigerungen und stützen den Kurs der D-Mark. Dies wird von weiteren Anlegern als Bestätigung ihrer Prognosen gewertet, und in der Folge nimmt der Zustrom an Auslandskapital schnell zu. Insbesondere in Phasen starker Aufwertungserwartungen für die D-Mark ist daher mit hohen Auslandsen-

⁹ Zu den Zahlenangaben vgl. Deutsche Bundesbank (1997a), S. 20, Deutsche Bundesbank (1997b), S. 28 sowie den statistischen Anhang des Monatsberichts, Tabelle VII.1.

gagements am deutschen Kapitalmarkt zu rechnen, die die oben zitierten Durchschnittswerte noch übersteigen können. Dies hat zur Folge, daß der Kapitalmarktzins sich über längere Zeiträume vom inländischen Geldmarktzinsniveau abkoppelt.¹⁰ An die Stelle des nationalen Zinsbandes tritt ein internationaler Zinsgleichschritt. Beim Vorliegen eines internationalen Zinsgleichschritts ist die geldpolitische Transmission nachhaltig gestört, da das nationale Kapitalmarktzinsniveau nur noch in Ausnahmefällen stabilitätsgerecht sein dürfte, nämlich dann, wenn ein internationaler Konjunkturgleichschritt herrscht und/oder sich die Wechselkursänderungserwartungen ausschließlich an den Fundamentalfaktoren orientieren.

Auch der Wechselkurskanal der Geldpolitik ist nachhaltig von der zunehmenden Auslandsverflechtung betroffen. Zunächst einmal stellt sie die Wirksamkeit der Interventionspolitik weiter in Frage. Die im Zuge der Globalisierung explosionsartig angeschwollenen Finanzmarktumsätze lassen die Devisenreserven der Zentralbanken als unzureichend erscheinen. Die gesamten Reserven überstiegen mit 1518 Mrd US-Dollar Ende 1996 nur leicht den Umfang eines tagesdurchschnittlichen Devisenmarktumsatzes, der sich zu diesem Zeitpunkt auf etwa 1400 Mrd US-Dollar belaufen haben dürfte.¹¹ Die Möglichkeiten der Interventionspolitik sind seit langem begrenzt. So ist ein Interventionserfolg bei mangelnder Glaubwürdigkeit des Wechselkursziels nahezu ausgeschlossen.¹² Die interventionspolitische Ohnmacht eines solchen Vorgehens offenbarte sich deutlich in den Krisen des Europäischen Währungssystems 1992 und 1993. Der Versuch, die schleichend in ihrer Glaubwürdigkeit ausgehöhlten Wechselkursparitäten zu verteidigen, scheiterte. Trotz hoher eingesetzter Interventionsbeträge konnte dem spekulativen Druck der Marktteilnehmer kein echter Widerstand entgegengesetzt werden. Über diesen Fall hinaus dürfte sich aber der Spielraum der Interventionspolitik wegen der riesigen Finanzmarktolumina auch für glaubwürdige Wechselkursziele verengt haben. Die Brechung eines fundamental nicht gerechtfertigten Wechselkurstrends am Devisenmarkt

¹⁰ Zu einer ausführlichen empirischen Untermauerung vgl. Rohde (1996), S. 78 ff. Die Deutsche Bundesbank allerdings betrachtet die Abkoppelung des Kapitalmarkt vom Geldmarktzinsniveau nach wie vor lediglich als ein kurzfristiges Phänomen. Die Effizienz der Geldpolitik sei wegen des längerfristig stringenten Zusammenhangs nicht gefährdet. Vgl. Deutsche Bundesbank (1997b), S. 29ff.

¹¹ Vgl. zu den Angaben über die Devisenreserven Bank für internationalen Zahlungsausgleich (1997) S. 93. Der tagesdurchschnittliche Devisenmarktumsatz wurde auf der Basis der von der BIZ (1996) angegebenen, um Wechselkurseffekte bereinigten Wachstumsraten vom April 1995 bis zum Dezember 1996 fortgeschrieben.

¹² Der Internationale Währungsfonds verweist darauf, daß es eine der Hauptfolgen der gestiegenen internationalen Kapitalmobilität sei, daß sich feste aber anpassungsfähige Wechselkursparitäten ohne eine strikte Konvergenz wirtschaftspolitischer Maßnahmen und der Fundamentalfaktoren, d.h. ohne Glaubwürdigkeit, kaum noch verteidigen lassen. Vgl. International Monetary Fund (1997), S. 66.

gilt als der klassische Anwendungsfall für eine international abgestimmten Interventionspolitik. Obwohl eine solche Strategie nicht unter einem Glaubwürdigkeitsdefizit leidet, da sie ja den Wechselkurs auf seinen fundamental gerechtfertigten Pfad zurückführen soll, wird sie wegen der am Devisenmarkt in kürzester Frist mobilisierbaren Volumina kaum Erfolg haben, solange starke Gewinnerwartungen in Trendrichtung fortbestehen.

Weiterhin ist zu berücksichtigen, daß sich im Prozeß der Globalisierung die internationale Substituierbarkeit der Finanzaktiva erhöht. Dies schwächt das Interventionsinstrument zusätzlich, da seine Wirksamkeit bei sterilisierten Interventionen entscheidend auf der Voraussetzung einer unvollkommenen Substituierbarkeit der Finanzaktiva beruht.¹³ Eine sterilisierte Intervention liegt vor, wenn die beteiligten Zentralbanken die mit dem Ankauf bzw. Verkauf von Devisen verbundenen Geldmengenwirkungen in ihrem Währungsgebiet durch eine spiegelbildliche Transaktion in Wertpapieren neutralisieren, d.h. im Land mit der überbewerteten Währung, in dem sich durch die Intervention expansive Geldmengenwirkungen einstellen, werden diese mit kontraktiven Offenmarktgeschäften neutralisiert und umgekehrt. Nach der Neutralisation der Geldmengenwirkungen reduziert sich der Effekt der Intervention auf eine veränderte Portfoliozusammensetzung der privaten Anleger. Der Anteil der in der ursprünglich überbewerteten Währung denominierten Wertpapiere in den privaten Portefeuilles hat zugenommen, und der Anteil der in der ursprünglich unterbewerteten Währung denominierten Wertpapiere hat abgenommen. Betrachten die Anleger nun die in den Offenmarkttransaktionen eingesetzten inländischen und ausländischen Wertpapiere als vollkommene Substitute, dann sind sie hinsichtlich der Zusammensetzung ihres Portefeuilles indifferent. Sie verändern ihre Risikoeinschätzung der beteiligten Länder nicht, und damit unterbleiben Zins- und dauerhafte Wechselkurswirkungen.

Auch kurzfristige Wechselkursübertreibungen und insbesondere langfristige Misalignments stellen ein großes Problem für die Geldpolitik dar. Mit der Freigabe der Wechselkurse im Jahre 1973 hegte man die Erwartung, daß sich die nominalen Wechselkurse zumindest mittelfristig auf einem Gleichgewichtspfad bewegen und die nationalen Volkswirtschaften deshalb von außenwirtschaftlichen Störungen abschirmen. Entsprechend der Kaufkraftparitätentheorie sollten auftretende Wechselkursveränderungen auf mittlere Sicht lediglich Divergenzen in den Inflationsraten der unterschiedlichen Währungsräume widerspiegeln. Unter diesen Bedingungen bleiben die realen Kursverhältnisse stabil, d.h. es treten keine wechsellkursbedingten Beeinträchtigungen des Wirtschaftsverkehrs auf. Diese Hoffnung hat sich als trügerisch erwiesen. Es scheint eher der umgekehrte Fall eingetreten zu sein: die Wechselkurse befinden sich nur zufällig für kurze Perioden auf ihrem Gleichgewichtspfad. In Phasen der realen Über- oder

¹³ Vgl. Jüttner (1996), S. 394 ff.

Unterbewertung der Währung wird das Wechselkursniveau zum Störfaktor für die Geldpolitik, da über den Wechselkurs deflationäre bzw. inflationäre Impulse auf die Binnenwirtschaft übertragen werden. Zusätzlich kommt es häufig kurzfristig zu Uberreibungen des Kursniveaus. Es bilden sich spekulative Blasen, die wenig später platzen. Solche kurzfristigen Phänomene, die durch den „Herdeninstinkt“ der internationalen Anleger ausgelöst werden, bedürfen grundsätzlich keiner geldpolitischen Reaktion. Für den Geldpolitiker ist es aber schwer, im voraus zu erkennen, ob eine sich aufschaukelnde Bewegung sehr kurzfristigen Charakter trägt oder eher langfristiger Natur ist.

Inwieweit sind nun Misalignments und spekulative Wechselkursuberreibungen Ausfluß der Globalisierung? Folgt man der These, daß in einem sehr wettbewerbsintensiven, auf kurzfristigen Erfolg ausgerichteten und stark integrierten internationalen Finanzsystem der Typus des rationalen Finanzmarktakteurs, der unter Auswertung aller verfügbaren Informationen auf der Basis der Fundamentalfaktoren über die Anlage seiner Mittel entscheidet, immer weniger seinen Platz findet, dann werden durch die Globalisierung Wechselkursfehlentwicklungen begünstigt. Manches spricht dafür, daß dies der Fall ist. Angesichts der Informationsüberflutung ist eine Kenntnisnahme oder gar fundierte Bewertung aller Informationen kaum noch zu leisten. Intuition, Meinungsführerschaft von anerkannten Analysten und Prognostikern und eine Beobachtung der Verhaltensweise anderer Marktteilnehmer treten an die Stelle der von der Theorie geforderten Rationalität. Darüber hinaus ist der Druck zur „Performance“ für die institutionellen Anleger enorm gewachsen. Anlageentscheidungen müssen möglichst sofort zu einem meßbaren Erfolg führen. Unter dem Druck der Zeit wird mitunter auf komplexe, langwierige Analyseverfahren verzichtet, zumal bei einer zunehmenden Kurzfristorientierung der Engagements die Frage an Bedeutung verliert, ob die Anlageentscheidung unter Fundamentalaspekten gerechtfertigt erscheint. All dies trägt dazu bei, phasenweise ein gleichgerichtetes Verhalten aller Marktteilnehmer zu erzeugen und Wechselkursfehlentwicklungen hervorzurufen.¹⁴

¹⁴ Jüttner (1996), S. 387 weist zusätzlich auf eine Schwächung des Kreditkanals als Folge eines mit der Internationalisierung verbundenen Vordringens einer Vielzahl von Finanzintermediären, d. h. einer abnehmenden Bedeutung des Bankensystems hin. Da das Bankensystem den Ansatzpunkt für geldpolitische Impulse bildet, wird die Basis für die Wirksamkeit der Geldpolitik beschnitten. Während eine Schwächung des Bankensystems in den angelsächsischen Ländern bereits deutlich erkennbar ist, läßt sie sich in der Bundesrepublik bislang nicht feststellen. Vgl. hierzu Deutsche Bundesbank (1995), S. 42 ff.

E. Erschwertes steuerungspolitisches Umfeld

Die Globalisierung führt auch zu einer Beeinträchtigung der Zwischenziel- und Indikatoreigenschaften der Geldmenge. Aufgrund der Länge und Komplexität des Transmissionswegs benötigt die Geldpolitik einen Orientierungsmaßstab, um jederzeit eine richtige Einschätzung des geldpolitischen Kurses vornehmen zu können. Diese Funktion erfüllt derzeit im Rahmen der geldmengenzielorientierten Strategie der Deutschen Bundesbank die Geldmenge M3. Eine geeignete Zwischenzielvariable muß von der Geldpolitik gut steuerbar sein und in einem stabilen Zusammenhang zur Endzielvariablen stehen. Die Internationalisierung des Finanzsystems treibt über einen zunehmenden Auslandseinfluß auf die Geldmenge einen Keil zwischen ihre Bewegungen und die Entwicklung nationaler Endzielgrößen.

Wechselkursänderungserwartungen können erhebliche Geldmengenwirkungen nach sich ziehen, die in Konflikt mit der aktuellen geldpolitischen Linie stehen. Bilden sich beispielsweise aufgrund einer restriktiven stabilitätsorientierten Geldpolitik Aufwertungserwartungen für die D-Mark heraus, dann werden zunehmend Ausländer ihre Mittel am deutschen Kapitalmarkt anlegen, um in den Genuß von Wechselkursgewinnen zu kommen. In dem Umfang, wie Ausländer Wertpapiere von inländischen Nichtbanken erwerben und dafür Zahlungsmittel an letztere übertragen, erhöht sich unmittelbar die Geldmenge M3. Die gestiegene Wertpapiernachfrage führt zu sinkenden Renditen. Wenn ein bestimmtes Renditeniveau unterschritten wird, werden inländische Nichtbanken sich zunehmend vom Kapitalmarkt zurückziehen und ihre Mittel kurzfristig z.B. in Termin- oder Spareinlagen parken. Durch diese Substitutionsreaktion steigt die Geldmenge weiter an. Zusätzlich ergibt sich für ausländische Schuldner ein Anreiz, ihre Verbindlichkeiten im Inland umgehend zu begleichen. Im Gegensatz dazu werden inländische Schuldner versuchen, die Begleichung ihrer Schuld im Ausland hinauszuzögern. Im Ergebnis führt sie zu einer weiteren Aufblähung der Geldmenge. Die expansiven Impulse stehen der stabilitätspolitischen Intention entgegen und erschweren die Interpretation der Geldmengensignale.¹⁵

Darüber hinaus erscheint es angesichts der vielfältigen grenzüberschreitenden Interdependenzen im Wirtschafts- und Zahlungsverkehr zunehmend als fragwürdig zu unterstellen, daß ausschließlich die von inländischen Nichtbanken beim nationalen Bankensystem gehaltenen Liquiditätsbeträge im Inland nachfragewirksam werden. Diese Sichtweise stellt ein passendes Gewand für eine geschlossenen Volkswirtschaft dar, einem hochgradig offenen Finanzsyste-

¹⁵ Köhler (1990), S. 94 ff. fordert wegen der steigenden Komplexität der geldpolitischen Beziehungen bei internationalen Interdependenzen sogar einen Verzicht auf Zwischenziele.

stem wird sie nicht gerecht. In einer integrierten Weltwirtschaft ist das nationale Bankensystem eben nicht mehr uneingeschränkt ein getreues Abbild des monetären Gesamtnachfragepotentials. So halten Inländer zunehmend ihre Liquidität auch bei deutschen Banken, ausländischen Banken oder sonstigen Finanzinstituten im Ausland. Auch diese Beträge können kurzfristig zu Nachfragezwecken aktiviert werden. Ein entgegengesetzter Einfluß geht von der zunehmenden Verwendung der D-Mark als Parallelwährung im Ausland aus. Der Bargeldumlauf im Ausland müßte von der Geldmenge M3 subtrahiert werden, da er nicht für Käufe im Inland zur Verfügung steht. Begünstigt wird die „nationale“ Sichtweise durch die Tatsache, daß die Autonomie zur Erhebung monetärer Statistiken grundsätzlich an den Staatsgrenzen endet. Eine aussagefähige monetäre Statistik, die alle internationalen Einflüsse auf die nationale Geldpolitik offenlegt, verlangt eine deutlich bessere Qualität internationaler monetärer Statistiken. Seit 1990 trägt die Bundesbank der Internationalität des Bankgeschäfts mit der Beobachtung und Veröffentlichung der Geldmenge M3 erweitert zumindest teilweise Rechnung. Dieses Aggregat umfaßt neben der Geldmenge M3, kurzfristigen Bankschuldverschreibungen und Anteilen an Geldmarktfonds auch die Einlagen inländischer Nichtbanken bei Tochtergesellschaften und Filialen deutscher Banken im Ausland.

Störend für die Geldpolitik wirken sich auch die weiter oben angesprochene zunehmende Kurzfristorientierung der internationalen Finanzmärkte und ihre Erwartungslastigkeit aus. Eine Konzentration auf die kurze Frist steht einer stetigen Geldpolitik entgegen. Es wird nämlich immer schwieriger, eine „Politik der ruhigen Hand“ zu fahren, wenn die Märkte von einer spekulativen Phase in die nächste hetzen und im Einzelfall nicht erkennbar ist, ob Handlungsbedarf besteht. Deshalb gerät die Geldpolitik in die Gefahr, im Schlepptau des Finanzsystems in einen überhöhten Aktivismus zu geraten. Gleichzeitig nimmt die Erwartungskomponente der Geldpolitik zu. Die internationalen Finanzmärkte sind extrem erwartungslastig. Zur Formulierung ihrer Erwartungen verarbeiten sie ständig eine Vielzahl von Informationen. So steht die Bundesbank unter ständiger Beobachtung. Nicht nur jede geldpolitische Maßnahme bzw. ihr Ausbleiben, sondern auch jede Äußerung von Mitgliedern des Zentralbankrats wird vom Markt interpretiert.¹⁶ Wenn traditionelle Analysemethoden, wie die Auswertung von Fundamentalfaktoren und technischen Charts, zweideutige oder nicht ausreichende Hinweise auf den geldpolitischen Kurs der Bundesbank liefern, macht sich Unsicherheit im Markt breit. Als Folge dieser Unsicherheit wird die Beobachtung der Bundesbank intensiviert, in der Hoffnung, in offiziellen oder inoffiziellen Äußerungen ergänzende Informationen über den zu-

¹⁶ So auch Issing (1996), S. 6. Die Bundesbank betont in diesem Zusammenhang immer wieder die Unabdingbarkeit einer konsequenten Stabilitätspolitik, um den Märkten Führung zu geben.

künftigen geldpolitischen Kurs zu bekommen. Liefert auch die genaueste Beobachtung kein eindeutiges Bild, treten im schlimmsten Fall Gerüchte und Spekulationen als erwartungsbildend ein. Für die Bundesbank ist die Erwartungslastigkeit Chance und Risiko zugleich. Zum einen läßt sich die Erwartungskomponente der Marktteilnehmer durch gezielte Informationspolitik im Sinne der Geldpolitik beeinflussen. Dies setzt aber voraus, daß die Erwartungsbildungsmechanismen, die sich von heute auf morgen ändern können, bekannt sind. Zum anderen wird ein hochgradig volatiles Element in die Geldpolitik hineingetragen, was eine stetige Linie weiter erschwert. Im Ergebnis zwingt die Erwartungslastigkeit der Finanzmärkte zu einer sehr vorsichtigen und geschlossenen Informationspolitik. Die Gefahr der unbeabsichtigten „Fehlritte“ ist dennoch hoch.

F. Wächterfunktion internationaler Märkte

Als positives Element der Internationalisierung und Professionalisierung der Finanzmärkte wird häufig angeführt, daß sie die nationale Wirtschaftspolitik unter einen verschärften Qualitätswettbewerb stelle.¹⁷ Wenn eine Zentralbank z.B. eine laxe Geldpolitik betreibt, dann entzögen die internationalen Anleger aus Furcht vor den Folgen eines Abweichens vom Stabilitätspfad diesem Land ihre Mittel. Der induzierte Kapitalabfluß führt zu Zinssteigerungen. Die betroffene Zentralbank erhält ein deutliches Signal, eine Fortsetzung des stabilitätswidrigen Kurses wird erschwert. Die internationalen Finanzmärkte können allerdings die ihnen zugesprochene Wächterfunktion nur dann erfolgreich übernehmen, wenn sie ihre Urteile über die nationale Geldpolitik an den Fundamentalfaktoren ausrichten. Übertreibungsphasen, die zu Fehlurteilen führen, müssen sich auf ganz kurze Perioden beschränken, und die Finanzmärkte dürfen keine eigenständigen, einer effizienten Geldpolitik zuwiderlaufenden Interessen verfolgen. Die hier aufgeführten Bedingungen entsprechen einem idealisierten Bild der Realität.

Auf die zum Teil eingeschränkte Rationalität der internationalen Finanzmärkte wurde bereits zuvor hingewiesen. Hinzu kommt, daß die Finanzmarktakteure handfeste Eigeninteressen haben, die sich mit dem Ziel einer effizienten Geldpolitik nur schwer vereinbaren lassen. Aufgrund der hohen Wettbewerbssintensität des internationalen Finanzgeschäfts spielen die Transaktionskosten bei der Abwicklung der Geschäfte eine große Rolle. Wenn sich nun zwei Länder in den Augen der Finanzmarktteilnehmer kaum in den wahrgenommenen

¹⁷ Vgl. Tietmeyer (1996), S. 2, Gaddum (1997), S. 3 und International Monetary Fund (1997), S. 70/71.

Risiken für eine Finanzanlage unterscheiden, aber aufgrund eines deutlichen Regulierungsgefälles merkliche Transaktionskostenunterschiede aufweisen, wird das international mobile Finanzkapital in das Land mit den geringeren Kosten wandern. Die Effizienz der Geldpolitik wird durch eine Abwanderung des Geschäfts in das Ausland insofern geschwächt, als ein leistungsfähiges Finanzsystem im eigenen Land auf Dauer eine wichtige Voraussetzung für den Erfolg der Geldpolitik bildet.¹⁸ Berücksichtigt man den Interessenkonflikt, in dem sich die Finanzmarktteilnehmer befinden, dann wird aus dem positiven Urteil des internationalen Qualitätswettbewerbs im negativen Fall ein internationaler Deregulierungswettbewerb, in dem die Zentralbanken im Interesse eines starken Finanzplatzes die Marktliberalisierung so weit vorantreiben, daß die geldpolitische Effizienz gefährdet ist.

Als Beispiel sei dies am Schicksal der Mindestreserve verdeutlicht. Die Mindestreserve wird von der Bundesbank wegen ihrer Eigenschaft der Erzeugung einer stabilen Zentralbankgeldnachfrage, die eine effiziente geldpolitische Kontrolle selbst bei einem Versiegen der Bargeldnachfrage sicherstellt, sowie ihrer Stabilisierungsfunktion für die Geldmarktzinsen als unverzichtbares Instrument der Geldpolitik betrachtet. Für das Bankensystem stehen hingegen die mit der Mindestreservspflicht verknüpften Kosten im Vordergrund. Die Mindestreserve wirkt wie eine Steuer auf die reservspflichtigen Verbindlichkeiten. Da die Banken an den wichtigen Konkurrenzfinanzplätzen gar keiner oder nur einer geringen Reservspflicht unterliegen, besteht für das deutsche Bankensystem ein Wettbewerbsnachteil. Trotz der im Sinne einer geldpolitischen Effizienz unverzichtbaren Eigenschaften des Instruments sah sich die Bundesbank deshalb gezwungen, den Mindestreservesatz für die reservpflichtigen Verbindlichkeiten in mehreren Schritten abzusenken. Zuletzt wurden die Sätze mit Wirkung vom 1. August 1995 auf 2 % für Sichtverbindlichkeiten sowie befristete Verbindlichkeiten und auf 1,5 % für Spareinlagen gesenkt. Dadurch hat sich die Relation des Reserve-Solls zu den gesamten reservpflichtigen Verbindlichkeiten auf unter 2 % ermäßigt. Im Jahre 1992 betrug diese Relation (unter Verwendung des Reserve-Solls vor Absetzung der anrechenbaren Kassenbestände) noch über 6 %. Das Reservevolumen dürfte durch die wiederholten Reservesatzsenkungen nahe an die von den Banken zur Aufrechterhaltung des Zahlungsverkehrs gehaltenen Arbeitsguthaben gerückt sein. Damit ist die Mindestreserve in ihrer Effizienz gefährdet, denn ihre Stabilisierungsfunktion kann sie nur ausüben, wenn eine hinreichende Sicherheitsmarge zu den stark schwankenden Arbeitsguthaben eingehalten wird. Die Notwendigkeit einer weiteren Reservesatzsenkung zur Stärkung des Finanzplatzes kann aber nicht ausgeschlossen werden.

¹⁸ Vgl. Pöhl (1991), S. 8.

Die Zukunft des Instruments in Europa ist ungewiß. Zwar ist es der deutschen Delegation gelungen, die Mindestreserve in Artikel 19 der Satzung der Europäischen Zentralbank zu verankern. Das Bewußtsein für die negativen Folgen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Bankensystems scheint aber in unseren Nachbarstaaten ausgeprägter zu sein als in Deutschland. Deshalb wird die Europäische Zentralbank, in deren Leitungsgremium dem deutschen Vertreter nur eine Stimme zukommt, möglicherweise von der ihr in der Satzung eingeräumten Option keinen Gebrauch machen.

G. Glaubwürdigkeitsverlust der Geldpolitik

Schließlich wird durch die Globalisierung der vielleicht wichtigsten Säule der deutschen Geldpolitik das Fundament untergraben: ihrer Glaubwürdigkeit. Hinsichtlich des Erwerbs und Verspielens von Vertrauenskapital läßt sich eine ausgeprägte Asymmetrie feststellen. Während es jahrelanger, nie ermüdender Stabilitätsanstrengungen bedarf, um im Urteil der Märkte Vertrauen zu erwerben, ist das Kapital oft schon nach wenigen Fehleinsätzen verspielt. Obwohl die Globalisierung ein Prozeß ist, der sich außerhalb des Einflßbereichs der nationalen Geldpolitik vollzieht, werden die nationalen Entscheidungsträger im Urteil der Märkte für die Probleme, die sich aus der zunehmenden Bedeutung der externen Komponente für die geldpolitische Steuerung ergeben, zur Verantwortung gezogen. Die wiederholten Geldmengenzielverfehlungen - zwischen 1992 und 1996 konnte die Bundesbank allein ihr für 1994 selbstgestecktes Ziel einhalten - geben Anlaß für den Verdacht einer mangelnden Selbstbindung.

Verschärft wird dieses grundsätzliche Problem durch die reine Binnenorientierung des geldpolitischen Konzepts der Deutschen Bundesbank, das zunehmend in Konflikt mit den durch die Globalisierung hervorgerufenen Anforderungen steht. Das Charakteristikum einer „unverfälschten“ geldmengenzielorientierten Strategie ist, daß die Geldmenge als alleiniger Orientierungsmaßstab nach innen und nach außen heranzuziehen ist. Eine konzeptgetreue Politik läßt damit wenig Interpretationsspielraum zu. Eine derart strikte Geldmengenfixierung hat sich allerdings in der praktischen Politik als nicht hinreichend flexibel erwiesen. Deshalb verfolgt die Bundesbank eine äußerst pragmatische Politik, sie entscheidet situationsgerecht. Obwohl bankintern eine Vielzahl von monetären und realen Indikatoren für den geldpolitischen Entscheidungsprozeß ausgewertet wird, fungiert die Geldmenge M3 nach wie vor als alleiniger fester Orientierungsmaßstab für die Öffentlichkeit. So ist für die Märkte nicht erkennbar, welche Bedeutung außenwirtschaftlichen Einflßfaktoren im Rahmen des geldpolitischen Entscheidungsprozesses beigemessen wird und wann der Stellenwert der Geldmenge M3 „situationsgerecht“ zu relativieren ist. Die ständige Spannung zwischen dem, was die Märkte bei einer konzeptgetreuen Ausgestaltung der Geldpolitik erwarten - eine reine Orientierung an dem Wegweiser M3 - und

dem, was der Pragmatismus gebietet - eine von Fall zu Fall unterschiedliche Relativierung des Wegweisers M3 -, führt auf Dauer zu einem vermeidbaren Vertrauensverlust. „Mit anderen Worten: das Glaubwürdigkeitsproblem ist einerseits kein notwendiges Resultat des Dilemmas von interner und externer Stabilisierung. Es ist insofern selbst geschaffen oder 'künstlich', als es einer geldpolitischen Konzeption geschuldet ist, die - entgegen ihre eigene Praxis - die internationalen Zusammenhänge ausklammert.“¹⁹

H. Fazit

Die hier eher cursorisch vorgetragenen Überlegungen haben deutlich gemacht, daß die Bundesbank heute schon in ihrer Fähigkeit eingeschränkt ist, einen auf nationale Zielgrößen ausgerichteten geldpolitischen Kurs zu verfolgen. Selbst wenn die zu verzeichnenden Effizienzeinbußen gegenwärtig nicht als gravierend einzustufen wären, was angesichts der wiederholten Geldmengenzielverfehlungen der letzten Jahre allerdings angezweifelt werden darf,²⁰ muß wegen der weiter fortschreitenden Finanzmarktintegration künftig mit einem erheblich größeren Störpotential gerechnet werden. Das neue geldpolitische Umfeld stellt zudem erhöhte Anforderungen an das Informationsmanagement der Zentralbanken. Um einen Informationsvorsprung vor den Märkten zu halten, was eine effiziente Geldpolitik erleichtert, muß das explosionsartig gewachsene Informationsangebot zielgerichtet und selektiv genutzt werden. Dies schließt eine ständige Kontrolle ein, ob der derzeitige Informationspool noch den Gegebenheiten gerecht wird. Parallel dazu müssen die Analysetechniken laufend auf ihre Aktualität überprüft werden.

Grundsätzlich sind drei verschiedene Wege denkbar, der Internationalisierung der Geldpolitik stärker Rechnung zu tragen und damit den Rahmen für eine effiziente Geldpolitik wiederherzustellen. Sie unterscheiden sich im Grad des damit verbundenen Verzichts an nationaler geldpolitischer Autonomie. Erstens wird über eine intensive und dauerhafte internationale Koordination der Geldpolitik diskutiert.²¹ In diesem Fall verbleibt die geldpolitische Autonomie

¹⁹ Thomasberger (1993), S. 283. Anders urteilt Sievert (1996), der den Konflikt zwischen der reinen Binnenorientierung des Konzepts und der steigenden Bedeutung der außenwirtschaftlichen Aspekte nicht als schwerwiegend betrachtet.

²⁰ So hat die Deutsche Bundesbank in den letzten Jahren selbst mehrfach angesichts der Erläuterungen für einen nicht zielgerechten Geldmengenverlauf auf die von internationalen Finanzmärkten ausgehende erhöhte Volatilität der Geldmengenentwicklung hingewiesen. Letztere wurde auch als Begründung für die zweijährige Zielvorgabe für 1997 und 1998 herangezogen, durch die die Mittelfristigkeit des Geldmengenzielkonzepts stärker betont werde.

²¹ Vgl. Rohde (1996).

grundsätzlich auf der nationalen Ebene. Im diametralen Gegensatz dazu steht der Vorschlag einer Weltgeldpolitik, die den Übergang der nationalen geldpolitischen Autonomie auf eine neu zu errichtende Weltzentralbank beinhaltet. Ein weltweiter, freiwilliger Autonomieverzicht der Nationalstaaten dürfte allerdings in absehbarer Zukunft eher unwahrscheinlich sein.²² Der Zusammenschluß zu regionalen Währungsräumen stellt eine Art Mittelweg zwischen den beiden bisher genannten Alternativen dar. Er ist allerdings nur für Regionen mit sehr hoher Integrationsbereitschaft gangbar, da innerhalb des Währungsraumes ebenfalls auf die nationale geldpolitische Autonomie verzichtet werden muß. Darüber hinaus werden durch die Schaffung eines größeren Währungsraumes die internationalen Wirkungen auf die Geldpolitik des Währungsraumes zwar gemindert, aber nicht grundsätzlich beseitigt. Insofern verschafft dieser Schritt der Geldpolitik lediglich eine „Atempause“.

Vor diesem Hintergrund gewinnt die oft mit Erstaunen kommentierte Bereitschaft der Bundesbank, „kampflös“ in der Europäischen Zentralbank aufzugehen, eine neue Dimension. Die Bundesbank genießt im Europäischen Währungssystem als Ankerwährungs-Zentralbank einen hohen Grad an geldpolitischer Autonomie, der nur in Krisenzeiten wesentlich eingeschränkt ist. Die anderen Zentralbanken hingegen mußten ihren geldpolitischen Autonomiespielraum zugunsten der Verteidigung fester Wechselkursrelationen weitgehend aufgeben. Für sie stellt sich die Option der Errichtung einer Europäischen Zentralbank daher als ein eher vorteilhaftes Tauschgeschäft dar. Sie ersetzen das geldpolitische Diktat der Bundesbank durch das Verdikt einer demokratischen Institution, in der jedes Teilnehmerland gleiches Stimmrecht ausüben kann. Für die Bundesbank hingegen steht dem Verlust der geldpolitischen Autonomie scheinbar kein kompensierendes Gewinnelement gegenüber. Wenn allerdings angesichts der Steuerungsprobleme im Zentralbankrat die Überzeugung gereift ist, daß bei einer weiter fortschreitenden Globalisierung des Finanzsektors die Tage der nationalen Geldpolitik gezählt sind, dann erscheint es als rational, freiwillig die geldpolitische Erfolgsgeschichte der Deutschen Bundesbank an die Europäische Zentralbank zu vererben, bevor es zu spät ist. Die Europäische Zentralbank wird unter dem Aspekt der Globalisierung ihr Erbe in einem größeren Währungsraum unter günstigeren Bedingungen antreten als die nationalen Zentralbanken. Dennoch kann auch sie sich nicht gegen die Folgen der Globalisierung immunisieren. Deshalb wird sich die Geldpolitik bei fortschreitender Integration der Finanzmärkte mehr denn je als eine hohe Kunst entpuppen.

²² „Wir sollten davon ausgehen, daß es auf absehbare Zeit keine weltweit einheitliche Geldpolitik geben kann und wird.“ Häusler (1995), S. 14.

Literaturverzeichnis

- Bank for International Settlements (1996): Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995, Basle 1996.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1997): 67. Jahresbericht, Basel 1997.
- Deutsche Bundesbank (1995): Die Geldpolitik der Bundesbank, Frankfurt 1995.
- Deutsche Bundesbank (1997a): Die Rolle der D-Mark als internationale Anlage- und Reservewährung, Monatsbericht, 49. Jg., April 1997, S. 17-30.
- Deutsche Bundesbank (1997b): Die Bedeutung internationaler Einflüsse für die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt, Monatsbericht, 49. Jg., Juli 1997, S. 23-40.
- Feldstein, M. / Bacchetta, P.* (1991): National Saving and International Investment, in: Bernheim, B. D. and Shoven J. B. (Eds.), National Saving and Economic Performance, Chicago and London 1991, S. 201-220.
- Frankel, J. A.* (1991): Quantifying International Capital Mobility in the 1980s, in: Bernheim, B. D. and Shoven, J. B. (Eds.), National Saving and Economic Performance, Chicago and London 1991, S. 227-260.
- Gaddum, J. W.* (1997): Challenges Facing European Central Banks: European Monetary Union and the Global Integration of the Financial Markets, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 9, 14. Februar 1997, S. 1-4.
- Häusler, G.* (1995): Deutsche Geldpolitik in globalisierten Finanzmärkten, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 10, 6. Februar 1995, S. 9-15.
- International Monetary Fund (1997): World Economic Outlook, Globalization, Opportunities and Challenges, Washington D.C. 1997.
- Issing, O.* (1996): Monetary Policy in a World of Globalised Financial Markets, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 35, 4. Juni 1996, S. 1-6.
- Jüttner, D. J.* (1996): International Financial Markets and the Effectiveness of Monetary Policy, in: Bofinger, P. und Ketterer, K.-H. (Hrsg.), Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Geldpolitik, Implikationen für die Europäische Währungsunion, Tübingen 1996, S. 379-407.
- Köhler, C.* (1990): Internationalökonomie, Ein System offener Volkswirtschaften, Berlin 1990.
- Mussa, M. und Goldstein, M.* (1993): The Integration of World Capital Markets, in: Federal Reserve Bank of Kansas City (Ed.), Changing Capital Markets: Implications for Monetary Policy, Jackson Hole 1993, S. 245-313.
- Obstfeld, M.* (1995): International Capital Mobility in the 1990s, in: Kenen, P. B. (Ed.), Understanding Interdependence: The Macroeconomics of an Open Economy, Princeton 1995, S. 201-261.
- Padoa-Schioppa, T. und Saccomanni, F.* (1994): Managing a Market-Led Global Financial System, in: Kenen P. B. (Ed.), Managing the World Economy, Fifty Years after Bretton Woods, Washington D.C. 1994, S. 235-268.
- Pigott, C.* (1993/94): International Interest Rate Convergence: A Survey of the Issues and Evidence, in: Federal Reserve Bank of New York, Quarterly Review, Vol. 18, No. 4, S. 24-37.
- Pöhl, K. O.* (1991): Einleitung, in: Ramm, U. (Hrsg.), Die Herausforderungen des globalen Finanzmarktes, Challenges of Global Finance, Mainz 1991, S. 3-11.

- Rohde, A.* (1996): *Internationalisierung der Geldpolitik, Eine Analyse internationaler Einflüsse auf die nationale Geldpolitik, Band 33*, Berlin 1996.
- Sievert, O.* (1996): *Außenwirtschaftliche Aspekte der Geldpolitik*, in: Bofinger, P. und Ketterer, K.-H. (Hrsg.), *Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Geldpolitik, Implikationen für die Europäische Währungsunion*, Tübingen 1996, S. 349-377.
- Thomasberger, C.* (1993): ‚Schlingerkurs‘ oder externe Stabilisierung?, *Anmerkungen zur Politik der Deutschen Bundesbank nach den Währungsturbulenzen vom Herbst ‘92*, in: *Konjunkturpolitik*, 39. Jg., 1993, S. 265-285.
- Tietmeyer, H.* (1996): *Die europäische Wirtschaft zwischen globalen Märkten und internen Herausforderungen*, in: *Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 75, 2. Dezember 1996, S. 1-4.

Potentialorientierung der Wirtschaftspolitik in der Europäischen Union

Von Claus Köhler

A. Ziele einer Wirtschaftspolitik in der EU

Eine Wirtschaftspolitik, die erfolgreich sein will, bedarf klarer Zielsetzungen. Diese Ziele zu erreichen wird nur möglich sein, wenn ein dafür geeignetes wirtschaftspolitisches Konzept dem wirtschaftspolitischen Handeln zugrunde liegt. Um den Erfolg oder auch Mißerfolg der Wirtschaftspolitik messen zu können, sollten quantitative Maßstäbe vorhanden sein.

Die Wirtschaftspolitik der Europäischen Union bedarf über diese notwendigen Bedingungen hinaus aber noch einer umfangreichen Koordinierung zwischen den Mitgliedsländern. Einige EU-Mitgliedsländer werden sich zu einer Währungsunion mit einheitlicher Währung zusammenschließen. Sie sind mit den Währungen der anderen Mitgliedsländern im Europäischen Währungssystem verbunden. Das dort vorgesehene Wechselkurssystem mit Paritäten und Bandbreiten wird aber nicht von allen nicht zur Währungsunion gehörenden Mitgliedsländer akzeptiert. Sie lassen ihre Währungen auch gegenüber den übrigen EU-Partnern frei schwanken. Unter solchen Bedingungen bleibt Wirtschaftspolitik grundsätzlich in den Händen der nationalen Volkswirtschaften. Erfolgreiche Wirtschaftspolitik der EU und damit in der EU ist dann nur durch verstärkte Koordinierung zu erzielen.

Einigkeit besteht zwischen den Mitgliedsländer der EU über die Zielsetzung der Wirtschaftspolitik. Kernziele der Wirtschaftspolitik in der EU sind „ein beständiges, nicht inflationäres und umweltverträgliches Wachstum“, ein hoher Grad an Konvergenz der Wirtschaftsleistungen sowie ein hohes Beschäftigungsniveau (EG-Vertrag (1997), Art. 2). Preisstabilität, angemessenes Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung gleichzeitig zu erreichen sind die wichtigen Ziele wirtschaftspolitischen Handels in der EU.

Verbunden wird die Wirtschaftspolitik der einzelnen Mitgliedsländer einmal durch ihr Bekenntnis, ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu betrachten (EG-Vertrag (1997), Art. 103 (1)) sowie durch die übernommene Verpflichtung, ihre Wirtschaftspolitik so auszurichten,

daß sie zur Verwirklichung der wirtschaftspolitischen Ziele der Gemeinschaft beitragen (EG-Vertrag (1997), Art. 102a).

Das gemeinsame Interesse der Mitgliedsländer an der Wirtschaftspolitik der EU manifestiert sich in Grundzügen der Wirtschaftspolitik, die von den Mitgliedsländern - dem Rat - festgelegt werden und in Empfehlungen des Rats münden. Der Rat überwacht die wirtschaftliche Entwicklung in jedem Mitgliedsland und in der Gemeinschaft. Damit soll sichergestellt werden, daß die Mitgliedsländer ihrer Verpflichtung entsprechen, die wirtschaftspolitischen Ziele der Gemeinschaft zu erreichen. Sollte das nicht der Fall sein, empfiehlt der Rat Korrekturen, die intern gehalten oder veröffentlicht werden können (EG-Vertrag (1997), Art. 103).

Kooperation und Koordinierung der Wirtschaftspolitik ist in einer globalen Wirtschaft nicht nur in den Ländern der EU zwingend. Sie werden zunehmend auch zwischen den großen Volkswirtschaften erforderlich. Dies zeigt sich vor allem bei den Treffen der Länder der G7-Gruppe, zu denen neben den EU-Ländern Deutschland, Frankreich, Großbritannien und Italien auch noch die USA, Kanada und Japan zählen. Eine wirtschaftspolitische Kooperation dieser Länder wird erleichtert, wenn die außerhalb der EU stehenden Volkswirtschaften dieselben wirtschaftspolitischen Ziele verfolgen. In den vergangenen Jahren waren die G7-Länder bemüht, ein „sustainable non-inflationary growth“ zu realisieren. So haben die Staats- und Regierungschefs der Sieben sich auch auf ihrem Treffen in Denver vom 20. bis 22. Juni 1997 dafür ausgesprochen, ein nachhaltiges, inflationsfreies Wachstum zu fördern und Arbeitsplätze zu schaffen.¹

B. Der Maßstab für die Wirtschaftspolitik: das Produktionspotential

Vollbeschäftigung in einer Volkswirtschaft bedeutet, daß der Produktionsfaktor Arbeit optimal ausgelastet ist. Das ist gegeben, wenn grundsätzlich alle Menschen, die arbeiten wollen, auch eine Beschäftigung finden. Eine Arbeitslosenquote von 3 vH ist mit diesem Ziel vereinbar. Vollbeschäftigung in einer Volkswirtschaft setzt ferner voraus, daß das für die Beschäftigung der Arbeitskräfte notwendige Sachvermögen vorhanden und optimal ausgelastet ist. Eine optimale Auslastung der Sachkapazitäten ist in der Industrie bei einem Grad der Kapazitätsauslastung von 85 vH gegeben. Verwirklicht die Wirtschaftspolitik einen solchen Zustand, dann erzielen die Volkswirtschaften ein deutlich höheres reales Sozialprodukt als bei Unterbeschäftigung. Das reale Sozialprodukt,

¹ Bulletin (1997), S. 703.

das man bei optimaler Auslastung der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital erhält, entspricht dem Produktionspotential.

Zum Bild einer idealen wirtschaftlichen Lage gehört aber nicht nur, daß das reale Sozialprodukt grundsätzlich dem Produktionspotential entspricht und damit Vollbeschäftigung gegeben ist, sondern auch, daß das nominale Sozialprodukt das Produktionspotential nicht übersteigt. Die Gleichheit von nominalen Sozialprodukt und Produktionspotential bedeutet Preisniveaustabilität. Auch hier wird man eine gewisse Differenz bis zu 2 vH, vor allem wegen der Rigidität der Preise nach unten bei produktivitätsstarken Gütern, tolerieren müssen. Ideale wird man nie erreichen. Das gilt auch für das Ideal, Vollbeschäftigung und Preisniveaustabilität gleichzeitig zu erreichen. Aber die Wirtschaftspolitik muß immer versuchen, dieses Ideal anzustreben.

C. Verschärfung der Probleme durch die Globalisierung

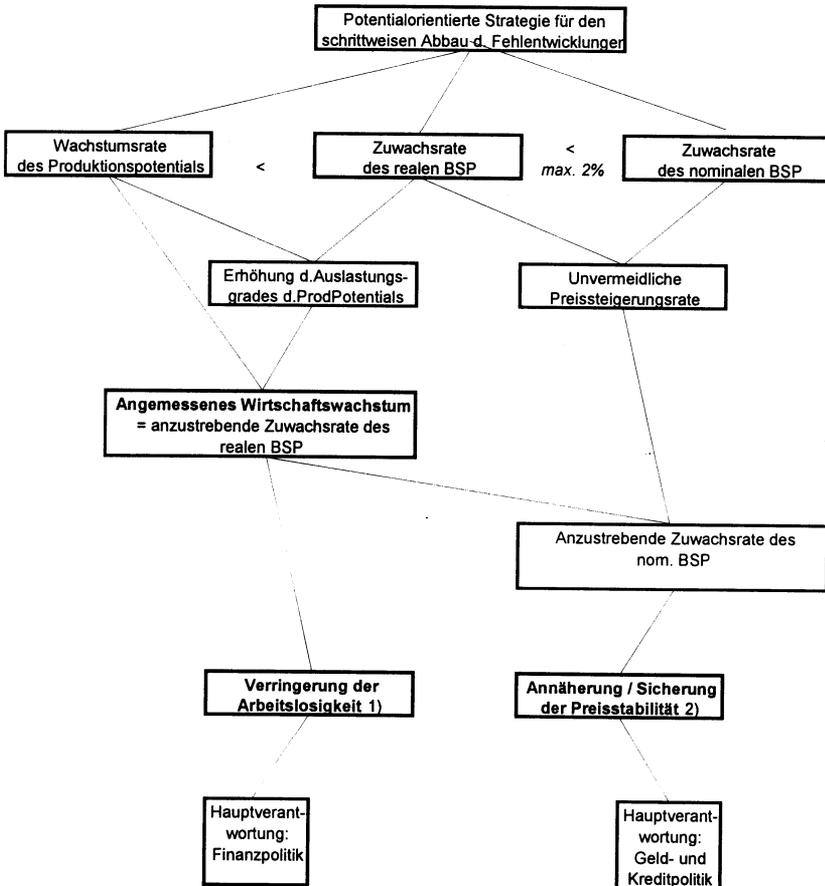
Die Globalisierung der Wirtschaft und damit die Entwicklung von nationalen Märkten hin zu globalen Märkten, beschert den Unternehmen und der Wirtschaftspolitik zusätzliche Probleme. Der technische Fortschritt in der Informationstechnik und dem Verkehr ermöglicht es Unternehmen, an beliebigen Orten der Erde Betriebe zu errichten und zu betreiben. Damit aber stoßen sehr unterschiedliche Einkommensniveaus aufeinander und lösen Anpassungsprozesse aus. Der Lebensstandard in den Industrieländern sinkt und die Arbeitslosigkeit steigt. In den Ländern außerhalb der Industrieländer steigt der Lebensstandard und die Beschäftigung nimmt zu.

Ein weiteres Problem bilden die Wechselkurse. Die Währungen der Entwicklungsländer und die der mittel- und osteuropäischen Länder im Übergang zur Marktwirtschaft sind meist unterbewertet. Diese Länder sind bestrebt, diese Unterbewertung aufrechtzuerhalten. Damit fördern diese Länder ihre Ausfuhr, bremsen die Einfuhr und stimulieren ihre wirtschaftliche Entwicklung. Die Industrieländer haben gegenteilige Einflüsse hinzunehmen.

Globale Märkte, insbesondere Finanzmärkte, erleichtern spekulative Transaktionen. Immer wieder werden Währungen spekulativ „attakiert“. Bevorzugt sind abwertungsverdächtige Währungen. Eine Verschuldung in diesen Währungen und eine Abwertung als Folge von Attacken bringt hohe spekulative Gewinne. Solche Transaktionen stören die wirtschaftliche Entwicklung und bilden Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik. Oft gerät die Wirtschaftspolitik dabei in ein Dilemma. Um die spekulativen Transaktionen abzuwehren, müßte sie die Zinsen erhöhen, um die wirtschaftliche Entwicklung zu stärken, sind niedrige Zinsen angemessen.

D. Potentialorientierte Strategie für den schrittweisen Abbau der Fehlentwicklungen

Die Wirtschaftspolitik aller Volkswirtschaften einschließlich die der EU sollte bei so schwierigen Umfeldbedingungen konsequent potentialorientiert sein. Sie muß versuchen, das reale Sozialprodukt - um Arbeitslosigkeit abzubauen - und das nominale Sozialprodukt - um Preisniveaustabilität zu sichern - schrittweise dem Produktionspotential anzunähern.



- 1) Ein hoher Beschäftigtenstand wird mit einer Arbeitslosenquote von 3% und darunter gleichgesetzt.
- 2) Preisstabilität wird als gegeben betrachtet bis zu einer Preissteigerungsrate von 2%.

Abbildung 1: Das Schema einer potentialorientierten Wirtschaftspolitik

Abbildung 1 gibt einen schematischen Überblick über eine solche potentialorientierte Strategie für den schrittweisen Abbau der Fehlentwicklungen Arbeitslosigkeit und Preisniveausteigerungen. Ausgangsgröße ist die Wachstumsrate des Produktionspotentials. Sie wird einmal von Veränderungen der Bevölkerungszahl bestimmt. Zum anderen wird sie vom technischen und organisatorischen Fortschritt beeinflusst, der auf die Veränderung der Arbeitsproduktivität wirkt. Ein Land muß, gerade in einer globalen Wirtschaft, den technischen Fortschritt, woher er auch immer kommt, mitvollziehen. Geschähe das nicht, litte die internationale Wettbewerbsfähigkeit dieses Landes.

Arbeitslosigkeit läßt sich nur verringern, wenn der Auslastungsgrad des Produktionspotentials steigt. Dieses aber ist nur gegeben, wenn die Zuwachsrate des realen Sozialprodukts höher ist als die Wachstumsrate des Produktionspotentials. Nur dann kann man von angemessenem Wirtschaftswachstum sprechen. Die Wirtschaftspolitik hat zu bestimmen, um wieviel der Auslastungsgrad des Produktionspotentials erhöht werden kann und sollte. Sie hat dabei diesen Schritt so zu wählen, daß durch die Stimulierung des Wachstumsprozesses Preisniveaustabilität nicht gefährdet wird.

Maßnahmen, die auf die Veränderung des Auslastungsgrades des Produktionspotentials zielen, betreffen im allgemeinen Einflüsse auf die reale Sphäre. Von den wirtschaftspolitischen Instanzen hat vor allem die Finanzpolitik mit ihren Ausgaben, z.B. für Infrastrukturinvestitionen oder durch Steuersatzänderungen, einen solchen Einfluß. Die Finanzpolitik trägt damit auch die Hauptverantwortung für die Verringerung der Arbeitslosigkeit.

Die Wachstumsrate des Produktionspotentials zuzüglich der angestrebten Erhöhung des Auslastungsgrades des Produktionspotentials ergibt die anzustrebende Zuwachsrate des realen Sozialprodukts. Sie ist eine Leitgröße, vor allem für die Finanzpolitik. Im Verlaufe einer Periode läßt sich mit dieser Zuwachsrate die angestrebte wirtschaftliche Entwicklung überwachen.

Preisniveausteigerungen lassen sich nur abbauen, wenn es gelingt, den nominalen Zuwachs des Sozialprodukts zu dämpfen und damit die Differenz zwischen den Zuwachsraten des nominalen und des realen Sozialprodukts zu verringern. Auch hier muß der Schritt einer Rückführung der Preissteigerungsraten so bemessen werden, daß dadurch das angestrebte Wirtschaftswachstum nicht beeinträchtigt wird.

Maßnahmen, die auf eine Dämpfung nominaler Größen abzielen, betreffen in erster Linie die Geld- und Kreditpolitik. Sie trägt daher in der Wirtschaftspolitik die Hauptverantwortung für Preisniveaustabilität.

Die Dämpfung der nominalen Nachfrage führt aber wohl kaum zu einer Preissteigerungsrate von Null, sondern beläßt eine „unvermeidliche Preissteigerungsrate“. Sie, zusammen mit der anzustrebenden Zuwachsrate des realen Sozialprodukts, ergibt eine anzustrebende Zuwachsrate des nominalen Sozialprodukts. Sie ist eine Leitgröße vor allem für die Geld- und Kreditpolitik. Auch sie

dient als Maßstab bei der Überwachung der laufenden wirtschaftlichen Entwicklung.

Nur wenn die Finanzpolitik und die Geld- und Kreditpolitik potentialorientiert betrieben und an denselben Leitgrößen ausgerichtet werden, besteht eine Chance, die Ziele hoher Beschäftigungsstand und Preisniveaustabilität gleichzeitig zu erreichen. Wenn dagegen die Finanzpolitik sich einseitig dem Ziel der Vollbeschäftigung zuwendet, dann muß die Geld- und Kreditpolitik mit ihren Mitteln dagegen halten, um Preisniveausteigerungen zu vermeiden. Das Ergebnis sind dann höhere Fehlentwicklungen bei Preisen und Beschäftigung als vorher. „There is no doubt whatsoever that monetary policy can bring inflation under control. When monetary policy is not flanked by the appropriate budgetary policy, and when labour markets - but also goods and services markets - are not flexible, bringing inflation under control will take time. It will take time, and it can also entail costs - which could otherwise have been avoided.“²

E. Potentialorientierte Finanzpolitik und potentialorientierte Geld- und Kreditpolitik

In der Europäischen Union wird die Finanzpolitik weitgehend von den Nationalen Parlamenten und ihren Regierungen bestimmt. Allerdings hat sie sich im Rahmen der vom Rat beschlossenen wirtschaftspolitischen Grundzüge zu bewegen. Das bedeutet, die Mitgliedsländer haben bei einer potentialorientierten Finanzpolitik festzulegen, in welchem Umfange der Auslastungsgrad des Produktionspotentials erhöht und damit die Arbeitslosigkeit gesenkt und in welchem Umfang die Preissteigerungsrate zurückgeführt werden kann. Sie haben diesen Vorgaben entsprechende Zuwachsraten des realen und nominalen Sozialprodukts anzustreben.

Drei Einflüsse hat die Finanzpolitik dabei zu beachten. Einmal muß sie die Zuwachsrate ihrer Ausgaben potentialorientiert steuern. Sie muß dabei von der anzustrebenden Zuwachsrate des nominalen Sozialprodukts ausgehen und hat die Elastizität ihrer Ausgaben in bezug auf das nominale Sozialprodukt zu beachten. Zum anderen kann sie davon ausgehen, daß bei erfolgreicher Wirtschaftspolitik auch die öffentlichen Einnahmen steigen. Das hängt von der anzustrebenden Zuwachsrate des nominalen Sozialprodukts und der Elastizität öffentlicher Einnahmen in bezug auf das nominale Sozialprodukt ab. Schließlich hat sie zu beachten, daß der EG-Vertrag die Länder verpflichtet, ihr Defizit nicht über 3 vH gemessen am Bruttoinlandsprodukt steigen zu lassen. Wenn die nationalen Parlamente und Regierungen einer solchen finanzpolitischen Linie

² Lamfalussy (1997), S. 5.

folgen, dann werden in den einzelnen Mitgliedsländern und damit in der EU die Fehlentwicklungen verringert werden können.

Die Geld- und Kreditpolitik als Teil der Wirtschaftspolitik sollte ebenfalls potentialorientiert sein. Damit liegt ihr als Leitgröße die aus der Wachstumsrate des Produktionspotentials, der Zuwachsrates des Auslastungsgrades des Produktionspotentials und der unvermeidlichen Preissteigerungsrate abgeleitete anzustrebende Zuwachsrates des nominalen Sozialprodukts zugrunde. Die Geld- und Kreditpolitik hat allerdings zu berücksichtigen, daß die von ihr zu steuernden Zuwachsrates der Kredite und der Geldmenge nicht der anzustrebenden Zuwachsrates des nominalen Sozialprodukts entsprechen. Bei der Steuerung der Kredite hat die Zentralbank daher Veränderungen der Finanzierungsrelation und bei der Steuerung von Geldmengenaggregaten Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu berücksichtigen.³

Eine derartige potentialorientierte Geldpolitik hat sich in der Bundesrepublik Deutschland bewährt. Die Deutsche Bundesbank benutzt ein Geldmengenziel. Sie leitet dieses Ziel aus gesamtwirtschaftlichen Eckdaten ab und erläutert diese in der Öffentlichkeit. „Im Vordergrund stehen dabei jahresdurchschnittliche Eckwerte für das Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials und die angestrebte Preisentwicklung.“⁴ Bei der Festlegung des Geldmengenziels hat die Deutsche Bundesbank regelmäßig betont, sie „wird ihre Geldpolitik weiterhin so führen, daß die Preisstabilität gesichert wird und gleichzeitig die monetären Voraussetzungen für ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum erhalten bleiben.“⁵ Diese Formel macht deutlich, daß die Geld- und Kreditpolitik auch das Ziel Wirtschaftswachstum und damit Vollbeschäftigung zu beachten hat. Sinngemäß wäre ein solche Formel auch auf die Finanzpolitik anzuwenden, die vor allem das Beschäftigungsziel anzustreben hat, dabei aber auch das Ziel Preisniveaustabilität nicht aus dem Auge verlieren darf. Ein solche Politik der Europäischen Zentralbank sowie der Finanzpolitik der Mitgliedsländer der EU kann am ehesten dazu beitragen, Fehlentwicklungen in Europa zu minimieren.

F. Strategiegerechtes Verhalten der Sozialpartner und der Unternehmen

Erfolgreich beim Abbau der Arbeitslosigkeit und der Stabilisierung des Preisniveaus wird die Wirtschaftspolitik aber wohl nur sein, wenn sich auch die Sozialpartner in ihrer Einkommenspolitik und die Unternehmen in ihrer Preis-

³ Köhler (1996), S. 134ff bzw. S. 113ff.

⁴ Deutsche Bundesbank (1995), S. 83.

⁵ Deutsche Bundesbank (1997), S. 18.

politik strategiegerecht verhalten. Das ist immer dann der Fall, wenn sie dieselben Leitgrößen wie die Wirtschaftspolitik ihren Lohn- und Preisentscheidungen zugrunde legen, nämlich das anzustrebende reale und nominale Sozialprodukt.

Wie eine strategiegerechte Einkommenspolitik der Sozialpartner und eine strategiegerechte Preispolitik der Unternehmen zu gestalten wäre, ist der schematischen Darstellung in Abbildung 2 zu entnehmen.

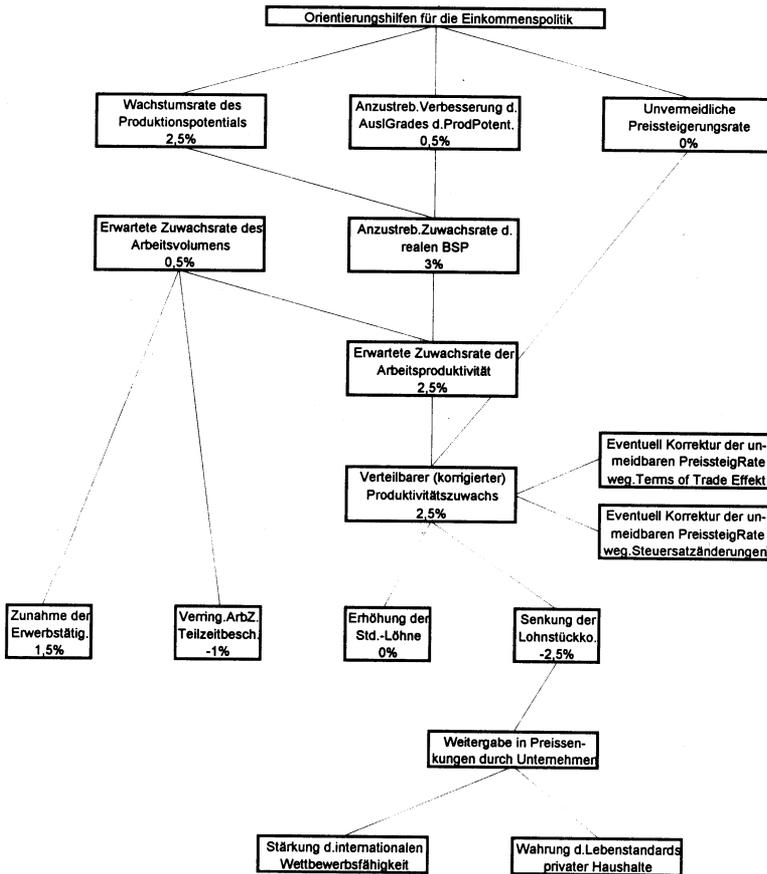


Abbildung 2: Strategiegerechtes Verhalten der Sozialpartner bei globalisierten Märkten

Die Sozialpartner müßten von der anzustrebenden Zuwachsrate des realen Sozialprodukts ausgehen und hätten daneben die zu erwartende Veränderungsrate des Arbeitsvolumens zu beachten, die sich aus der Veränderung der Zahl

der Erwerbstätigen und Veränderungen in der Arbeitszeit ergibt. Die Zuwachsraten des realen Sozialprodukts und die des Arbeitsvolumens ergeben die zu erwartende Zuwachsrate der Arbeitsproduktivität. Sie zusammen mit der unvermeidlichen Preissteigerungsrate führt zum verteilbaren Produktivitätszuwachs.

Ohne die „Standortprobleme“ durch die Globalisierung ergäbe sich folgendes Bild: Bei einem Produktivitätsfortschritt von 2,5% und einer unvermeidlichen Preissteigerungsrate von 2% könnten die Löhne um 4,5% erhöht werden. Die den Produktivitätsfortschritt übersteigende Lohnsteigerung erhöhte die Lohnstückkosten um 2%, so daß die Preissteigerungsrate mit 2% unverändert bliebe.

Da in den kommenden Jahren in der EU die Probleme aus der Globalisierung und damit der Anpassungsprozeß fortbestehen, muß an die gesamtwirtschaftliche Verantwortung der Sozialpartner appelliert werden, sich mit Lohnsteigerungen zurückzuhalten. In der schematischen Darstellung wurde unterstellt, daß eine Lohnpause eingelegt wird, die Veränderung der Stundenlöhne also 0% beträgt. Bei einer Zunahme der Arbeitsproduktivität von 2,5% bedeutet das, daß die Lohnstückkosten um denselben Prozentsatz sinken. Die Unternehmen werden von Kosten entlastet.

Auch die Unternehmen haben eine gesamtwirtschaftliche Verantwortung. Sie müssen die Senkung der Lohnstückkosten in den Preisen ihrer Produkte weitergeben. Das ist der einzige Weg, die Zurückhaltung der Arbeitnehmer in der Lohnpolitik zu einer Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit zu nutzen. In der schematischen Darstellung ist ein solches Verhalten angenommen. Die Senkung der Lohnstückkosten führt in diesem Beispiel dazu, daß statt der unvermeidlichen Preissteigerungsrate von 2% die Preise stabil bleiben. Ein solches Verhalten der Unternehmen trägt auch dazu bei, die Dämpfung des Lebensstandards der Arbeitnehmer durch geringere Preissteigerungsraten bzw. Preisniveaustabilität erträglicher zu machen.

Eine derartige Preispolitik der Unternehmen ist nicht selbstverständlich. Führt die Lohnzurückhaltung der Arbeitnehmer nicht zu einer Preiszurückhaltung der Unternehmen, dann steigen die Unternehmensgewinne stärker an. Dadurch aber wird nicht die internationale Wettbewerbsfähigkeit verbessert und die Arbeitnehmer werden stärker belastet. Lohnzurückhaltung der Gewerkschaften läßt sich unter solchen Bedingungen nicht sehr lange durchhalten.

G. Die Notwendigkeit einer Konzertierte Aktion

In den Jahren vor der Errichtung der Europäischen Währungsunion haben in Deutschland die Gewerkschaften moderate Lohnabschlüsse getätigt. Offenbar führte der Wettbewerb nicht dazu, daß die Preise entsprechend der Stückkostensenkung nachgaben. Vielmehr sind in diesen Jahren die Gewinne der Unternehmen stark gestiegen.

Wenn einer Lohnzurückhaltung keine entsprechende Preiszurückhaltung gegenübersteht, dann besteht die Gefahr, daß das gesamte wirtschaftspolitische Konzept scheitert, weil dann das Verhalten der Unternehmen nicht strategiegerecht ist.

Wenn der Wettbewerb auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten nicht zu befriedigenden Ergebnissen führt, dann sollte man im Rahmen einer Konzertierte Aktion allen Beteiligten in regelmäßigen Abständen den Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklung und die Zusammenhänge sowie die Auswirkungen des Verhaltens aller Beteiligten vor Augen führen. Beteiligt an der Konzertierte Aktion sollten somit sein die Kommission, der Europäische Rat, die Europäische Zentralbank, die Gewerkschaften und Arbeitgeberverbände sowie die wichtigsten Wirtschaftsverbände. Die Wirtschaftspolitik in der EU steht vor massiven Herausforderungen, nicht zuletzt durch die Globalisierung. Dabei muß sich das Zusammenwirken der Wirtschaftspolitik nationaler Mitgliedsländer, der Kommission und des Systems der Europäischen Zentralbanken erst noch bewähren. Eine Konzertierte Aktion kann das fördern.

Literaturverzeichnis

- EG-Vertrag (1997), Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft in der Fassung vom 15. Juli 1997.
- Bulletin (1997), Gipfelerklärung der Sieben „Die globalen wirtschaftlichen und finanziellen Herausforderungen annehmen“, in: Bulletin des Presse- und Informationsamts der Bundesregierung, Nr. 60, 1997, S. 703 ff.
- Deutsche Bundesbank (1995), Die Geldpolitik der Bundesbank, Frankfurt 1995.
- Deutsche Bundesbank (1997), Monatsbericht, Januar 1997.
- Köhler, C (1996), Preisstabilität und Vollbeschäftigung in einer globalen Wirtschaft - Der Beitrag einer potentialorientierten Geld- und Kreditpolitik, Landsberg/Lech 1996.
- Lamfalussy, A. (1997), Address by Baron Alexandre Lamfalussy on the occasion of the change of the presidency of the European Monetary Institute in Frankfurt am Main, on June 30, 1997, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 38, 3. Juni 1997.

Währungs- und geldtheoretische Überlegungen

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-49567-2>

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-25 02:19:27

FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Monetäre Aspekte einer Theorie optimaler Währungsräume

Von Wolfgang Filc

A. Fragestellung

Monetäre Arrangements können keinen dauerhaften Beitrag für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung leisten. Über Allokation und Distribution entscheiden allein relative Preise, die unabhängig von monetären Bedingungen sind. Soweit das Diktum der neoklassischen Gleichgewichtstheorie. In ihrer neuklassischen Variante mit stets rationalen Akteuren, bedacht mit der Gabe, systematische Fehler stets zu vermeiden, gilt die Neutralität monetärer Bedingungen für die Güterwirtschaft nicht nur in zeitloser Gleichgewichtssicht, sondern zu jeder Zeit.

Auf dieser Grundlage ergeben sich Schlußfolgerungen für die Geldpolitik, mit denen der zu ehrende Jubilar seinen damaligen Oberassistenten und Autor dieses Beitrags zu verblüffen vermochte: „... die Zentralbanken haben sich lange im Glorienschein keynesianischer, geschweige monetaristischer Macheraura gesonnt. Es fällt ihnen jetzt schwer, der Allgemeinheit, ja häufig sich selbst, zu vermitteln, daß man mit Geld - ich will es provokanter sagen: - mit geprägten Metallplättchen, bedrucktem Papier und Kontoblättern - kein Wachstum zaubern kann. Jene Plättchen, Sçheine und Gutschriften müssen das Wachstum begleiten, nicht mehr und nicht weniger“.¹ Klar ist dann auch, daß zinspolitische Maßnahmen der Zentralbanken störend für den Wirtschaftsablauf sind; „Eine Absage an die Politik des billigen Geldes ist kein Plädoyer für ein Hochdrehen der Zinsspirale. Es ist vielmehr ein Votum für den Verzicht auf Zinsmanipulationen schlechthin. Diesem Votum liegt die Überzeugung zugrunde, daß Geld kein Ersatz für Kapital ist, billiges Geld mithin den Mangel an Kapital nicht zu beheben vermag...“.²

¹ Geigant, F., Möglichkeiten einer angebotsorientierten Geldpolitik: Der Beitrag der Geldpolitik, in: Vogel, O. (Hrsg.), Wirtschaftspolitik der achtziger Jahre, Leitbilder und Strategien, Köln 1982, S. 121

² ebenda, S. 120

Was kann dann die Währungsunion für Europa bringen? Nichts, was realwirtschaftlich zum Vorteil gereichen könnte. Denn die Währungsunion ist eine monetäre Veranstaltung, kann deshalb keinen Einfluß auf relative Preise nehmen, auch nicht auf Menge und Produktivität von Faktoren, also auf Größen, die über Niveau und Wachstumsrate des Realeinkommens ebenso entscheiden wie über die Verteilung des Einkommens. Die Währungsunion ist realwirtschaftlich belanglos, sie ist gleichbedeutend mit einem Verzicht auf unterschiedliche Inflationsraten der Teilnehmerländer. Denn werden, hier sei die Terminologie des Jubilars verwendet, blaue oder braune Zettel mit darauf dargestellten Zahlen von gelben oder grünen Zetteln mit dann vielleicht halb so großen Zahlen ersetzt, so kann das keinen Beitrag für bessere Allokation leisten, geschweige denn für ein Mehr an Produktion oder Beschäftigung. Aber die Währungsunion ist nicht allseits belanglos. Im Gegenteil, sie kann zu schweren Verwerfungen führen. Vor allem die nicht ausschließbare Vermengung von Zuständigkeitsbereichen der Träger der makroökonomischen Stabilisierungspolitik kann Quelle von Inflation und anderen wirtschaftlichen Fehlentwicklungen werden. Das kann so sein, wenn nicht rechtzeitig die Weichen gestellt werden. Aber zwangsläufig ist das keineswegs, es sei denn, der zur Analyse geforderte Ökonom verharrt in dem tiefen neoklassischen Graben, der es verwehrt, hin und wieder einen Blick auf wirtschaftliche Realitäten zu werfen.

Abseits dieser klaren und theoretisch gut begründeten Position gibt es Gründe für die Annahme, daß eine grundlegende Änderung monetärer Arrangements, wie das eine Währungsunion darstellt, einen Beitrag für eine bessere gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu leisten vermag. Das zu zeigen, ist Gegenstand dieses Beitrags. Darzulegen ist, daß monetäre Überlegungen zu erklären vermögen, warum die Europäische Währungsunion ein sinnvolles Ziel ist. Nicht, daß der ehemalige Oberassistent seinen damaligen Professor zu missionieren versuchen wollte. Über Jahrzehnte gewachsene Überzeugungen sind zu respektieren. Aber Aufgabe von Nachfolgern in der Kette des Weitergebens von Wissen und begründeter Standpunkte sollte es auch sein, abweichende Sichtweisen darzulegen, um denen, die Nachfolgern von Vorgängern nachkommen, Anreize zu geben, Positionen zu vergleichen und eigene Schlußfolgerungen zu ziehen, vielleicht jenen überlegen, die früher artikuliert worden sind.

B. Traditionelle realwirtschaftliche Theorien optimaler Währungsräume

Läßt man die bis Mitte der siebziger Jahre entwickelten Theorien optimaler Währungsräume Revue passieren, so gelangt man zu dem Ergebnis, daß monetäre Bedingungen hierbei keine Rolle spielen, weil ausschließlich realwirtschaftliche Kriterien beachtet werden. Unter einem optimalen Währungsraum ist ein Währungsgebiet zu verstehen, das im Inneren über eine Einheitswährung

verfügt, während die Beziehungen gegenüber anderen Währungsräumen am besten durch flexible Wechselkurse zu regeln sind.³ Wenngleich die Kriterien zur Abgrenzung eines optimalen Währungsgebiets variieren, haben diese Konzeptionen gemeinsam, daß allein realwirtschaftliche Größen Berücksichtigung finden, monetäre Bedingungen zur Gestaltung eines optimalen monetären Arrangements dagegen als bedeutungslos erachtet werden. Diese Ausgrenzung ist nachvollziehbar, wenn bedacht wird, daß diese Theorien eines optimalen Währungsraums in der Tradition der neoklassischen Gleichgewichtstheorie stehen. Danach sind monetäre Beziehungen belanglos für realwirtschaftliche Größen, allein reale Ursachen können reale Wirkungen zeitigen. Diese Sichtweise zieht sich wie ein roter Faden durch die unterschiedlichen Ansätze zur Abgrenzung optimaler Währungsräume.

Robert Mundell stellt heraus, daß ein hoher Grad an Mobilität der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital in der Währungsunion notwendig sei, damit externe Schocks, die den Währungsraum asymmetrisch treffen, durch die Wanderung von Produktionsfaktoren neutralisiert werden können. Erforderlich ist ferner ein möglichst hoher Grad an Flexibilität von Preisen und Lohnsätzen. Denn die Fixierung von Wechselkursen, welche den Kern der Währungsunion ausmacht, erfordert ein hohes Maß an Flexibilität von Lohnsätzen, Preisen und Zinssätzen bei vollständiger Kapitalmobilität innerhalb des Währungsraums.

Ronald McKinnon betont demgegenüber, daß der Offenheitsgrad von Volkswirtschaften darüber entscheidet, ob eine Veränderung nominaler Wechselkurse ausreichend ist, um externe Schocks abfedern zu können. Danach zieht in einem relativ kleinen Land mit hohem Offenheitsgrad eine Währungsabwertung einen Anstieg der Inflationsrate nach sich, so daß die realen Wechselkurse, die über die internationale Wettbewerbsfähigkeit von Ländern entscheiden, möglicherweise unverändert bleiben.

Peter Kenen stellt den Diversifikationsgrad der Produktion in den Vordergrund, um einen optimalen Währungsraum abzugrenzen. Länder mit größerer Diversifikation können eher auf den Wechselkurs als Instrument zur Reaktion auf externe Störungen verzichten, weil sich mit zunehmender Diversifikation der Produktion externe Schocks besser verteilen und deshalb weniger merkbar werden.

Immer wieder ist geprüft worden, ob diese drei realwirtschaftlichen Kriterien für eine Währungsunion in Europa sprechen. Das übereinstimmende Ergebnis vieler einschlägiger Untersuchungen lautet, daß die Europäische Union keinen

³ Vgl. Revelas, K., *Optimale Währungsräume und Währungsunionen*, Berlin 1980, Rühl, F., *Optimale Abgrenzung von Währungsgebieten: Ein Literaturüberblick*, in: *Kredit und Kapital*, 8. Jg., 1975, S. 123 ff.

optimalen Währungsraum darstellt.⁴ Die Mobilität der Arbeitskräfte ist unzureichend, die Flexibilität der Lohnsätze ist zu gering, zumal verglichen mit einem Integrationsraum wie den USA, der Diversifikationsgrad ist unzureichend, auch der Offenheitsgrad der Länder genügt nicht immer dem Kriterium eines optimalen Währungsraums. Selbst dann, wenn das eine oder andere Kriterium in die Richtung weist, daß ein einheitlicher Währungsraum in Europa sinnvoll sein könnte, kommt spätestens das nächste Kriterium zu einem gegensätzlichen Ergebnis. Der Ratschlag auf der Grundlage dieser Konzeptionen lautet deshalb, wenn auch nicht einhellig, so doch ganz überwiegend, daß die Idee einer Währungsunion in Europa erst dann wieder aufgenommen werden sollte, wenn die hierfür erforderlichen realwirtschaftlichen Voraussetzungen erfüllt werden können. Das ist gegenwärtig nicht gegeben. Ein vorschnelles endgültiges Fixieren von Wechselkursen in Europa muß deshalb zu wirtschaftlichen Verwerfungen führen, die Währungsunion und schließlich auch die europäische Integration insgesamt werden unter starken Druck geraten.

Gewiß werden darüber hinaus weitere Kriterien eines optimalen Währungsraums thematisiert, so die Ähnlichkeit von Inflationsraten oder eine gleiche Stabilitätskultur der für eine Währungsunion in Frage kommenden Länder. Vor dem Hintergrund der monetären Neoklassik ist das eine bemerkenswerte Ausweitung des Kriterienfeldes. Denn sollte nicht gelten, daß eine gleiche Geldpolitik, die in den verschiedenen Regionen eines Währungsraums wirksam wird, zu gleichen Inflationsraten führt? Kann eine Gleichheit der Inflationsraten deshalb Voraussetzung der Währungsunion sein, sollte nicht eher angenommen werden, daß die Währungsunion nichts anderes darstellt als den Verzicht auf unterschiedliche Inflationsraten in den Teilnehmerländern, ist eine in allen Regionen gleichhohe Inflationsrate nicht Ergebnis statt Vorbedingung einer Währungsunion?

Dieses Erstaunen ist nichts weiter wert als eine Fußnote. Bemerkenswerter ist die einseitig realwirtschaftliche Orientierung dieser Konzeptionen. Ausgeblendet bleiben monetäre Begründungen, die für ein neues monetäres Arrangement in Europa sprechen könnten, nämlich für die Währungsunion. Das Erstaunen hierüber löst sich auf, wenn bedacht wird, daß die Phase, in der diese traditionellen Theorien optimaler Währungsräume entstanden, Blütezeit des Monetarismus war. Danach können, der Konzeption Milton Friedmans folgend, monetäre Maßnahmen zwar kurzfristig über Täuschungen und Irrtümer die gesamtwirtschaftliche Aktivität beeinflussen, nicht jedoch auf eine etwas längere Sicht. Und mit der Anfang der siebziger Jahre aufkommenden Theorie rationaler Erwartungen und effizienter Märkte schien geklärt zu sein, daß Maßnahmen der

⁴ Zu einem Überblick vgl. Menkhoff, L., Sell, F., Überlegungen zu einem optimalen DM-Währungsraum, in: Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, 1992, S. 379 ff.

Geldpolitik auch auf kurze Frist keinen realwirtschaftlichen Effekt ausüben könnten. Folglich war es nicht nötig, monetäre Bedingungen für die Abgrenzung eines optimalen Währungsraums zu beachten.

Das wird inzwischen anders gesehen. Der monetäre Bereich einer Ökonomie wird nun nicht mehr als strikt separiert von der Güterwirtschaft erachtet, sondern als hiermit über eine Vielzahl von Interdependenzen verbunden. Realwirtschaftliche Bedingungen bestimmen den monetären Bereich ebenso, wie monetäre Größen Auswirkungen auf den güterwirtschaftlichen Bereich haben. Eine Währungsunion erspart Transaktionskosten, senkt Risiken, verbessert die Ressourcenallokation, führt zu besseren und sichereren Entscheidungen, sie kann deshalb zu Wohlfahrtsgewinnen beitragen. Die ausschließlich realwirtschaftliche Orientierung traditioneller Theorien optimaler Währungsräume genügt deshalb nicht mehr; es sind auch monetäre Aspekte zur Formulierung einer allgemeinen Theorie optimaler Währungsräume zu beachten.

C. Monetäre Aspekte einer Theorie des optimalen Währungsraums

I. Geldfunktionen in der Internationalökonomie

Die Europäische Währungsunion wird mit Effizienzvorteilen begründet, die sich durch einen Übergang von 15 nationalen Währungen in der Europäischen Union zum Euro ergeben. Effizienzvorteile sind zunächst einmal Transaktionskostenvorteile. So schätzt die Kommission der Europäischen Union die direkten Transaktionskosten, welche durch Einführung des Euro vermieden werden können, auf 13 bis 15 Mrd. ECU pro Jahr. Die Einsparung dieser Kosten ist jedoch nur ein Teil der Vorteile, die durch eine gemeinsame europäische Währung möglich sind. Zunächst erspart die Verwendung von Geld als Tauschmedium Ressourcen, die sonst zur Informationsgewinnung einzusetzen wären. Geld erleichtert den Tausch, national wie zwischen Währungsgebieten. Bei dem Nebeneinander verschiedener nationaler Währungen in Europa und der Möglichkeit von Leitkursänderungen im EWS oder der Änderung von Wechselkursen floatender Währungen von EU-Ländern bestehen Unsicherheiten über künftige Austauschverhältnisse von Währungen. Eine optimale europaweite Allokation von Gütern und Faktoren, orientiert an güterwirtschaftlichen Größen, ist dann nicht möglich, weil sie stets auch spekulativen Überlegungen ausgesetzt ist.

Geld wird verwendet als Tauschmedium, als Recheneinheit und als Wertaufbewahrungsmittel. Währungen sollen den Preisvergleich international handelbarer Güter ermöglichen, also zur Fakturierung von Außenhandelsgeschäften herangezogen werden. Eine Währung erfüllt die Funktion zur Wertaufbewahrung

dann in besonderer Weise, wenn sie von privaten und öffentlichen Marktteilnehmern des Inlands und des Auslands in hohem Anteil für Finanzanlagen benutzt wird. Zentralbanken halten Devisenreserven allein in Währungen, die international als Tauschmittel und als Wertaufbewahrungsmittel Verwendung finden. Reservewährungen haben also gegenüber nationalen Währungen, die für internationale Transaktionen kaum herangezogen werden, eine herausgehobene Stellung. Sie sind mit einer Liquiditätsprämie versehen, weil jederzeit und an jedem Ort jede nationale Währung in Reservewährungen konvertierbar ist; das senkt den Zins unter ein Niveau, das ohne Reservewährungseigenschaft zu verzeichnen wäre, wohlgerne abseits neoklassischer und deshalb allein güterwirtschaftlich orientierter Zinsvorstellungen.

Eine nationale Währung muß Bedingungen erfüllen, um den Status einer internationalen Reservewährung zu erlangen. Gefordert sind politische Stabilität, eine niedrige Inflationsrate, geringe Variabilität von Wechselkursen und Inflationsraten, um Unsicherheiten und Informationskosten gering zu halten. Zudem sollten die Finanzmärkte eines Landes, dessen Währung Reserveeigenschaften aufweist, frei sein von Behinderungen für den Zugang von Ausländern, es sollten aufnahmefähige Sekundärmärkte bestehen, diese Märkte sollten wohldiversifiziert sein. Alle diese Voraussetzungen sind in Europa gegeben, damit der Euro die Funktion einer Reservewährung einnehmen kann.

Deshalb ist eine Währungsunion dem Nebeneinander verschiedener nationaler Währungen in Europa vorzuziehen, weil die obengenannten Bedingungen für die Funktion des Euro als Reservewährung gegeben sind. Eine Währungsunion in Europa verspricht Vorteile, weil sie effizienzsteigernd ist, zu einer besseren Allokation beiträgt, zu niedrigeren Zinsen führt, deshalb geeignet ist, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung in Europa zu fördern.

II. Monetäre Schocks bei flexiblen Wechselkursen und in einer Währungsunion

In traditionellen Theorien optimaler Währungsgebiete wird gefragt, welche Auswirkungen externe und asymmetrisch wirkende Schocks in Regionen eines einheitlichen Währungsraums haben. Monetäre Schocks bleiben unbeachtet, weil auf der Grundlage der monetären Neoklassik Instabilitäten des Geldangebots und der Geldnachfrage auszuschließen sind. Wird diese Annahme aufgehoben, wird gefragt, welche Wirkungen monetäre Schocks auf den güterwirtschaftlichen Bereich zeitigen, so gelangt man zum Ergebnis, daß der Übergang vom Nebeneinander nationaler Währungen zu einer Einheitswährung in Europa auch güterwirtschaftliche Vorteile verspricht. Denn die Erfahrungen der letzten Jahre zeigen, daß nicht länger davon auszugehen ist, früher stabile Beziehungen im monetären Bereich und deren Verbindungen zum realwirtschaftlichen Geschehen als stets gegeben zu unterstellen. Immer wieder zeigte sich, daß Wech-

selkursveränderungen losgelöst von güterwirtschaftlichen Bedingungen, ob gegenwärtig aktuell oder für die Zukunft erwartet, stattfinden können. Externe monetäre Schocks bewirken Umschichtungen der Währungsstruktur von Portfolios, die unabhängig von güterwirtschaftlichen Determinanten langfristiger Gleichgewichtswechselkurse oder von Gleichgewichtsrenditen von Finanzaktiva vorgenommen werden. Wenngleich die Ursachen derartiger Portfolioanpassungen häufig nicht nachvollziehbar sind, so sind doch die Folgen eindeutig: starke Schwankungen von Wechselkursen ohne erkennbaren Trend oder Änderungen des Trendverlaufs von Wechselkursen ohne Bezug zu gesamtwirtschaftlichen Fundamentalfaktoren. Und reale Wechselkursänderungen beeinflussen den Kapitalverkehr und den internationalen Handel, sie wirken auf das Einkommen, deshalb auf die Beschäftigung.

Ein Beispiel hierfür ist die Krise des EWS vom Frühjahr 1995. Viele EWS-Währungen gerieten gegenüber der D-Mark unter Abgabedruck, nicht deshalb, weil wirtschaftliche Fundamentalfaktoren in Europa kraß divergierten, sondern als Folge der Mexiko-Krise. Mißtrauen gegenüber dem Dollar führte zu Umschichtungen in die D-Mark. Die Folge waren Kursanspannungen im EWS und zinspolitische Maßnahmen von Zentralbanken, daran orientiert, Wechselkursänderungen als Folge dieser Portfolioumschichtungen entgegenzuwirken.

Derart extern verursachte monetäre Schocks wirken in Europa so lange auf den güterwirtschaftlichen Bereich durch, bis zu einer Gemeinschaftswährung übergegangen wird; die Währungsvielfalt in Europa behindert Wirtschaftswachstum und Beschäftigung. Aber nicht allein sprunghafte Veränderungen realer Wechselkurse, wie im Frühjahr 1995, sind der güterwirtschaftlichen Entwicklung in Europa abträglich, sondern auch eine hohe Wechselkursvolatilität ohne erkennbaren Trend. So zeigen empirische Untersuchungen, daß ein klarer Zusammenhang zwischen der Variabilität des Außenwerts der D-Mark gegenüber EWS-Währungen und dem Beschäftigungsstand in Deutschland besteht. Immer dann, wenn Wechselkursschwankungen zunehmen, sinkt in Deutschland die Beschäftigung.⁵ Das weist auf ausgeprägte Risikoaversion der meisten ökonomischen Akteure hin, ein Verhalten, das in der neoklassischen Theorie bei bestens informierten Akteuren und vollständiger Zukunftsvoraussicht keine Rolle spielt. In der Wirklichkeit ist das anders.

Ein Beispiel hierfür ist das Ellsberg-Paradoxon.⁶ Daniel Ellsberg beschreibt ein Experiment in Form eines ökonomischen Spiels, nämlich eine Lotterie. Das Spiel wird Versuchspersonen in zwei Ausprägungen angeboten. Beide Versionen haben gemeinsam, daß eine Kugel aus einer Urne mit schwarzen und wei-

⁵ Vgl. Gros, D., Germany's Stake in Exchange Rate Stability, in: *Intereconomics*, September/October 1996, S. 236 ff.

⁶ Vgl. Sinn, H.-W., Paradoxa in der Volkswirtschaftslehre, in: *Jahrbuch für Sozialwissenschaft*, 42. Jg., 1991, S. 271 f.

ßen Kugeln gezogen wird, nachdem auf eine Farbe gesetzt wurde. Wird die gewählte Farbe gezogen, so erhält der Teilnehmer einen Geldpreis, andernfalls nicht. Der Unterschied zwischen beiden Ausprägungen des Spiels besteht darin, daß den Versuchspersonen einmal das Mischungsverhältnis der schwarzen und weißen Kugel von 1:1 bekannt ist, während in einem anderen Fall das Mischungsverhältnis unbekannt ist. Praktisch alle Versuchspersonen haben das Spiel vorgezogen, bei dem der Anteil der schwarzen und weißen Kugeln bekannt ist. Auch dann, wenn den Spielteilnehmern bei der Variante mit unbekanntem Mischungsverhältnis die Möglichkeit eingeräumt wurde, die Farbe, auf die sie setzen, durch einen Münzwurf zu bestimmen, blieb die Präferenz für das Spiel mit dem bekannten Mischungsverhältnis unverändert. Diese Entscheidung ist inkonsistent, also irrational oder paradox, weil beide Ausprägungen des Spiels eine Gewinnchance von 50 % haben. Bei rationalem Verhalten sollte deshalb keine Präferenz für eine der beiden Versionen des Spiels bestehen, weil es hierfür keinen rationalen Grund gibt.

Dieses Paradoxon belegt extreme Risikoscheu wirtschaftlichen Verhaltens. Wenngleich mit den üblichen Rationalitätsaxiomen nicht zu erklären, werden Aktionen, auch bei nur scheinbarer Kenntnis der Umstände, Tätigkeiten in einem vollständig unbekanntem Umfeld vorgezogen. Das gilt auch, wenn objektiv keine Unterschiede zwischen beiden Szenarien bestehen.

Deshalb ist es nicht gleichgültig, ob es bei festen Wechselkursen zwischen Währungen im EWS bleibt, deren Leitkurse seit vielen Jahren nicht mehr in Frage gestellt wurden oder ob sich diese Währungen zu einer Währungsunion zusammenschließen. Das Ellsberg-Paradoxon zeigt, daß die subjektive Einschätzung grundsätzlich möglicher Leitkursänderungen auch dann länderübergreifende wirtschaftliche Aktivitäten behindern kann, wenn sie rational nicht zu begründen ist. Eine Einheitswährung in Europa wird nach aller Voraussicht die Allokation der Produktionsfaktoren verbessern und die Effizienz des Wirtschaftssystems insgesamt erhöhen. Das wird einen Beitrag leisten für steigendes Einkommen und deshalb höhere Beschäftigung.

III. Portfoliotheoretische Überlegungen zur Währungsunion

Neben den bisher genannten Vorteilen einer Einheitswährung sind Skalenerträge zu berücksichtigen, wenn nationale Währungen in einer Währungsunion zusammengefaßt werden. Die erzielbaren Skalenerträge werden bestimmt von der Anzahl der zuvor genutzten Währungen und von den Zahlungsvolumina, die mit den verschiedenen Währungen abgewickelt werden. Vorteile der Währungsunion, die sich aus geringeren Anforderungen an das cash-management ergeben, sind deshalb um so größer, je breiter ihr Teilnehmerfeld ist. Währungsumtauschkosten entfallen ebenso wie Kurssicherungskosten. Andererseits ist zu beachten, daß eine diversifizierte Kassenhaltung, die aus verschiedenen

Währungen besteht, möglicherweise günstiger ist als ihr Ersatz durch eine Einheitswährung, hier Zentraltransaktionswährung genannt.⁷ Die Portfoliotheorie zeigt, daß die Entscheidung über die optimale Währungsstruktur von Portfolios auf der Abwägung des relativen Gewichts von Erträgen, Kosten und Risiken beruht. Bei negativer Korrelation von Ertragsraten der im Portfolio enthaltenen Aktiva kann durch Diversifikation ein Risikograd erreicht werden, der unter jenem des risikoärmsten einzelnen Aktivums liegt. Erträge aus der Kassenhaltung ergeben sich einmal aus erzielbaren Zinseinnahmen, wenn die Mittel kurzfristig angelegt werden, ferner aus der Wertsicherheit einer Währung sowie ihrer Akzeptanz als internationales Zahlungsmittel. Kosten entstehen, wenn Tauschvorgänge zwischen der Zentraltransaktionswährung und anderen Devisen stattfinden. Darüber hinaus können, wie bei jeder Devisen, so auch bei der Zentraltransaktionswährung Kurssicherungskosten auftreten, wenn Währungsrisiken abgesichert werden. Risiken bestehen aus dem Wechselkurs- und dem Transferisiko. Wechselkursrisiken beschreiben die Möglichkeit unerwarteter Kurschwankungen, Transferisiken die unerwartete Einschränkung des Transfers von Aktiva zwischen verschiedenen Währungsgebieten durch nationale Währungsbehörden. Vorteile aus der Verwendung der Zentraltransaktionswährung ergeben sich aus besonders geringen Informations- und Transaktionskosten, zumal dann, wenn die hierfür benutzte Währung relativ wertsicher und wechsellkursstabil ist.

Eine Zentraltransaktionswährung, mithin eine Einheitswährung in Europa, ist dem Nebeneinander nationaler Währungen dann überlegen, wenn ihre Erträge höher zu gewichten sind als die Summe von Kosten und Risiken. Die Portfoliotheorie stellt dieses Abwägungskalkül dar und zeigt die Lösung auf. Das Transaktionskassenportfolio enthalte die Zentraltransaktionswährung z und eine beliebige andere Währung y . Es gelten die Annahmen der Portfoliotheorie. Erläutert sei die grafische Lösung (vgl. Abbildung).⁸

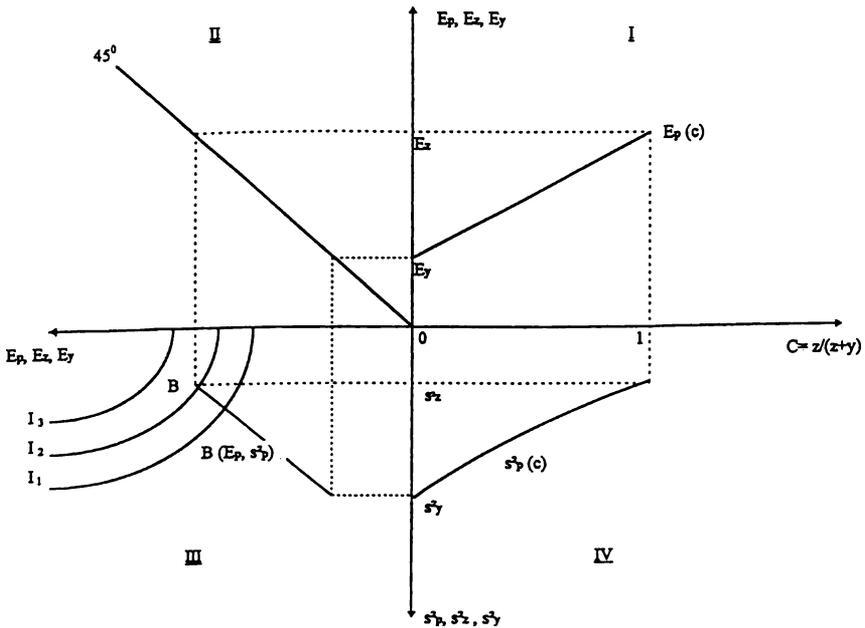
Im ersten Quadranten wird der Zusammenhang zwischen dem Erwartungswert des Ertrags des Zahlungsmittelportfolios E_p und dessen Währungsstruktur c , d.h. dem Anteil der Zentraltransaktionswährung am Zahlungsmittelportfolio, dargestellt. Mit verstärkter Nutzung der Zentraltransaktionswährung ergeben sich Skaleneffekte, mithin steigende Erträge.

Im vierten Quadranten wird die Beziehung zwischen der Varianz des Portfolioertrags (σ_p^2) und der Währungsstruktur c dargestellt. Die Varianz des Ertrags steht hier für das Risiko, daß sich erwartete Erträge vielleicht doch nicht reali-

⁷ Vgl. Heinevetter, B., Internationale Banken Kooperation, Wechselkursflexibilität und nationale Geldpolitik, Frankfurt/Main u.a. 1978, S. 37

⁸ Vgl. Heinevetter, B., Internationale Banken Kooperation, a.a.O., S. 38. Zur mathematischen Lösung vgl. ebenda.

sieren. Die Varianz des Portfolioertrags ist abhängig von der Varianz der Erträge beider Währungen, von der Währungsstruktur des Zahlungsmittelportfolios und von der Korrelation der Erträge beider Währungen. Läßt jene Währung, die mit geringeren Risiken behaftet ist, auch die im Durchschnitt höchsten Erträge erwarten, so wird die Transaktionskasse auf diese in beiden Bewertungskategorien überlegene Währung konzentriert, mit der Folge von Skalenerträgen. Ertrags- und Risikovorteile einer Währung sind aber gerade dann gegeben, wenn sie die Funktion einer Leit- und Reservewährung einnimmt. Das galt in den fünfziger und sechziger Jahren im System von Bretton Woods weltweit für den US-Dollar, in den achtziger Jahren in Europa für die D-Mark. Die Leitwährungsfunktion der D-Mark im EWS hatte zum Beispiel zur Folge, daß in Italien zwischen 1980 und 1987 der Anteil der in D-Mark fakturierten Exporte von 14 % auf 18 % stieg.⁹ Und die Deutsche Bundesbank berichtet, daß rund zwei Drittel des deutschen Warenhandels mit dem Ausland auf DM-Basis abgewickelt werden.¹⁰



⁹ Vgl. Tavlas, G. S., On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark, Essays in International Finance, No. 181, March 1991, New Jersey, S. 25 f.

¹⁰ Vgl. Die Handelskreditbeziehungen der Unternehmen zum Ausland, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Oktober 1995, S. 80

Im dritten Quadranten werden die zuvor abgeleiteten Funktionen des Ertrags und des Risikos des Transaktionskassenportfolios zusammengefaßt. Die Kurve B ist also der geometrische Ort aller erreichbaren Ertrags-/Risiko-Konstellationen. Der risikoscheue Akteur wird jenen Punkt auf dieser Kurve wählen, der die höchste erreichbare Indifferenzkurve (I) tangiert. Denn hier wird unter Beachtung von Erträgen und Risiken des Transaktionskassenportfolios der größte Nutzen realisiert.

Die Abbildung zeigt die Lösung für den Fall, daß die Zentraltransaktionswährung jene Eigenschaften aufweist, die von einer international akzeptierten Reservewährung verlangt werden. Dann ist es von Vorteil, das Zahlungsmittelportfolio für internationale Transaktionen allein in der Zentraltransaktionswährung zu halten. In diesem Fall werden Erträge maximiert, Kosten und Risiken minimiert, es entstehen Skaleneffekte, Ressourcen werden freigesetzt, die anderweitig genutzt werden können. Diversifikationserträge dagegen sind nicht zu erzielen, zumindest werden sie von den Skalenerträgen der Zentralisierung der Kasse auf eine Währung übertroffen. Das ist insbesondere dann anzunehmen, wenn die für eine Währungsunion in Frage kommenden Währungen sehr ähnliche Ertrags-, Kosten- und Risikoeigenschaften aufweisen. Das ist inzwischen gegeben. Die Inflationsraten von EU-Ländern, die sich auf die Währungsunion vorbereiten, sind nahezu gleichhoch, die Kursschwankungen von EWS-Währungen gegenüber dem Dollar sind sehr ähnlich, die Leitkurse im EWS werden nicht in Frage gestellt. Die europäischen Währungen, die zur Währungsunion anstehen, sind zunehmend homogener geworden. Deshalb ist der Übergang zur Währungsunion kein risikobehaftetes Abenteuer, sondern der logische Schritt, um Skalenerträge aus der Verwendung einer einheitlichen europäischen Währung effizienzsteigernd und ressourcensparend nutzen zu können. Die Europawährung verspricht reale Erträge.

D. Fazit

Wird neoklassischen Erkenntnissen in ihrer Reinform gefolgt, so kann die Europäische Währungsunion nichts Gutes verheißen. Aber dieses Ergebnis bedeutet wenig, wenn es darum geht, Gegenwart und Zukunft in der wirklichen Welt zu gestalten. Geld, Wechselkurse und monetäre Arrangements sind nicht neutral für den güterwirtschaftlichen Bereich. Die Währungsunion bietet die Möglichkeit, im innereuropäischen Wirtschaftsverkehr Wechselkursänderungsrisiken endgültig zu verbannen, Skalenerträge aus der Verwendung einer Einheitswährung zu erzielen, externe monetäre Schocks an den Grenzen des europäischen Währungsraums zu neutralisieren, mithin die güterwirtschaftlichen Bedingungen besser als in der Vergangenheit und gegenwärtig zu gestalten. Das alles ist möglich, ohne besondere Risiken für Geldwertstabilität und Kursstabilität an den Devisenmärkten einzugehen.

Traditionelle Theorien des optimalen Währungsraums, beruhend auf neoklassischen Denkvorstellungen und entwickelt in der Blütezeit des Monetarismus, deshalb allein realwirtschaftliche Kriterien beachtend, sind wenig geeignet, den Weg zur Währungsunion in Europa zu weisen. Vernachlässigt werden monetäre Schocks, die in der Vergangenheit immer wieder die Volkswirtschaften Europas getroffen und zu wirtschaftlichen Fehlentwicklungen geführt haben. Deshalb sind traditionelle Theorien des optimalen Währungsraums allein unzureichend, um Kriterien für eine Währungsunion abzuleiten. Risiken und Unsicherheiten sind überall. Das gilt für alle Finanzmarktverträge, die stets Gegenwart mit einer nicht genau bekannten Zukunft verbinden. Deshalb können weder geldpolitische Maßnahmen noch gravierende Änderungen monetärer Arrangements neutral sein für realwirtschaftliche Größen. Andererseits kann der Vollzug der Währungsunion allein kein Wachstum herbeizaubern. Aber die Währungsunion wird einen Beitrag leisten, Ressourcen in vernünftigerer Weise als für das Management des Zahlungsverkehrs zwischen Ländern der Europäischen Union zu verbrauchen, sie wird Kosten senken und Risiken ausschalten, sie wird effizienzsteigernd und deshalb wachstumsfördernd wirken. Dies darzulegen war Ziel dieses Beitrags für den Jubilar, dem es immer ein Leichtes war, Widerspruch anzuregen.

Harte und weiche Wechselkurszielzonen

Von Thomas Kremiski

A. Einleitung

Ein zentrales Problem fester Wechselkurssysteme stellt die Glaubwürdigkeit der getroffenen Wechselkursvereinbarung dar. Bei mangelnder fundamentaler "Unterfütterung" der Parität, oder genauer, einer Zielzone für den Wechselkurs, die nicht im Einklang mit der Entwicklung der wechselkursbestimmenden Fundamentalfaktoren steht, werden häufige Interventionen seitens der zuständigen monetären Autorität erforderlich. Kommt es hierdurch zum Abschmelzen der Währungsreserven, so wird früher oder später der Zeitpunkt erreicht, an dem sich die Devisenmarktakteure gefordert sehen, die Glaubwürdigkeit der Interventionsverpflichtung zu testen. Der fortschreitende Verlust von Währungsreserven kann schließlich in eine spekulative Attacke münden, in deren Zuge der Wechselkurs freigegeben werden muß.¹

Der nachfolgende Beitrag widmet sich im ersten Teil zunächst der Analyse grundlegender Schwachstellen von Wechselkurszielzonen unter dem Blickwinkel spekulativer Attacken und Währungsreserven. Im Focus des zweiten Teils steht eine Modifikation der Interventionsregel im Sinne einer „weichen Zielzone“. Weiche Zielzonen bieten die Möglichkeit, die Dauerhaftigkeit der Wechselkursvereinbarung zu erhöhen. Sie stellen insbesondere für die Verengung vorhandener Bandbreiten oder den Neueintritt in ein Festkurssystem ein geeignetes Instrument dar. Insofern erweitern weiche Zielzonen auch das Spektrum möglicher Wechselkursvereinbarungen für die pre-ins der Europäischen Währungsunion.²

¹ Im Rahmen der nachfolgenden Darstellung wird vereinfachend auf den kritischen Währungsreservenbestand als Auslöser der spekulativen Attacke abgehoben. Ein realistischeres Bild ließe sich zeichnen, wenn dem Interventionsverhalten explizit typische trade-offs der Wechselkursfixierung (Endogenisierung des inländischen Zins- und Outputniveaus etc.) zugrunde gelegt würden. Für eine entsprechende Analyse vgl. z.B. Obstfeld (1996).

² Vgl. auch Bartolini/Prati (1997).

B. Spekulative Attacken und Währungsreserven

Die Theorie spekulativer Attacken in Festkurssystemen geht zurück auf Krugman (1979). Aufbauend auf die Analysen von Salant und Henderson (1978) zeigte Krugman, daß eine übermäßige staatliche Kreditexpansion in einem Festkurssystem zu fortschreitenden Verlusten an Währungsreserven führt, die schließlich in eine spekulative Attacke münden, bei der das Land auf einen Schlag die verbliebenen Währungsreserven verliert und den Kurs der Währung freigeben muß.

In weiterführenden Arbeiten von Obstfeld (1984) sowie Flood und Garber (1984) stand dann die Bestimmung des Zeitpunktes der spekulativen Attacke und des hierzu gehörenden kritischen Reservenbestandes im Vordergrund. Flood und Garber (1984) erweiterten die Analyse zusätzlich auf den Fall eines stochastischen Trends für das inländische Kreditwachstum. Durch diese Modifikation wird der Zeitpunkt, an dem das Wechselkursregime kollabiert, ebenfalls zu einer Zufallsvariablen. So besteht in jedem Moment eine von Null verschiedene Wahrscheinlichkeit, daß es zum Zusammenbruch des Wechselkursregimes kommt. Ein zentrales Ergebnis der Analyse war die Feststellung, daß bei einem stochastischen Trend des Kreditwachstums und begrenzten Währungsreserven der Zusammenbruch des Wechselkursregimes unausweichlich ist.³

Überträgt man die Grundüberlegungen auf die Analyse einer explizit modellierten Wechselkurszielzone, so läßt sich verdeutlichen, wie die Glaubwürdigkeit des Systems vom Ausmaß der vorhandenen Währungsreserven abhängt. Dabei läßt sich zeigen, daß ein Zielzonensystem bei begrenzten Währungsreserven auf Dauer nicht tragfähig ist.

Ausgangspunkt der Analyse ist die Wechselkursbestimmungsgleichung

$$(1) \quad s = m + v + \theta E[ds]/dt ,$$

in welcher der Wechselkurs s eine Funktion des inländischen Geldangebots m , eines allgemeinen stochastischen Terms v und der eigenen erwarteten Änderungsrate ist.⁴ Kleinbuchstaben kennzeichnen hierbei natürliche Logarithmen. Daher ist θ die Elastizität des Wechselkurses bezüglich seiner eigenen Änderungserwartung. Gleichung (1) ist die in Zielzonenmodellen übliche, reduzierte Bestimmungsgleichung des Wechselkurses, in der v in Abhängigkeit vom zugrundeliegenden Wechselkursklärungsansatz die Summe sämtlicher funda-

³ Vgl. Flood/Garber (1984), S. 12.

⁴ Zur nachfolgenden Darstellung vgl. auch Kremski (1997), S. 96ff. Der Modellaufbau knüpft dabei an die Arbeiten von Krugman/Rotemberg (1992) und Delgado/Dumas (1993) an.

mentaler Bestimmungsfaktoren außer dem inländischen Geldangebot erfaßt.⁵ Vereinfachend läßt sich unterstellen, daß v einem zeitkontinuierlichen random walk ohne Drift folgt, mit

$$(2) \quad dv = \sigma dW ,$$

wobei σ der konstante Varianzparameter und dW der Zuwachs eines Standard-Wiener Prozesses ist.⁶

Das Modell wird geschlossen durch die Annahme einer spezifischen Interventionspolitik und den Ausschluß spekulativer Blasen. Für die Zielzone sei unterstellt, daß beim Erreichen der Zielzonenränder s_{max} oder s_{min} (marginale) Interventionen erfolgen, bei denen der Wechselkurs durch Variation des inländischen (Basis-) Geldangebots daran gehindert wird, das vorgegebene Band zu verlassen.⁷ Innerhalb der Zielzone ist m konstant.

Aus (1) und (2) resultiert als allgemeine Lösung für s :

$$(3) \quad s = m + v + A e^{\lambda v} + B e^{-\lambda v} ,$$

wobei $\lambda = \sqrt{2/\theta} / \sigma$ ist, und A und B noch zu bestimmende Konstanten sind.⁸

Wie ein Vergleich von (3) mit (1) zeigt, verkörpern die beiden rechten Terme den Einfluß der zukünftig erwarteten Wechselkursänderungen auf den momentanen Wechselkurs. Im Falle eines reinen floating kann m als konstant angenommen werden, da das Geldangebotsverhalten unabhängig von v oder s ist. Wenn nun - wie unterstellt - v keinerlei systematische oder vorhersehbare Entwicklung aufweist, muß der Erwartungsterm in (1) gleich Null sein. Die Kon-

⁵ Vgl. hierzu Bartolini/Prati (1997), S. 47f. und ausführlich Kremksi (1997), insbesondere S. 26ff.

⁶ Zu den formalen Grundlagen vgl. ausführlich Kremksi (1997), S. 80ff. Alternativ ließe sich unterstellen, daß v einem random walk mit (positiver) Drift folgt - oder gegenteilig mean reversion zeigt. Eine positive Drift läßt sich hierbei im Sinne einer Asymmetrie-Annahme interpretieren, wonach das Inland langfristig inflationslastiger und damit für eine spekulative Attacke prädestiniert ist (vgl. Delgado/Dumas (1993), S. 207). Diese Annahme betont jedoch nur die Tatsache, daß bei fortschreitenden fundamentalen Divergenzen eine Wechselkurszielzone zumindest nicht bei unveränderter Parität aufrechtzuerhalten ist. Bemerkenswert ist vielmehr, daß es im Modellzusammenhang auch ohne Fundamentalfaktordrift zur Erschöpfung der Währungsreserven und schließlich einer spekulativen Attacke kommt. Bei mean reversion hingegen verlängert sich die durchschnittlich zu erwartende Lebensdauer des Zielzonenregimes, da die Wahrscheinlichkeit sinkt, daß Interventionen zur Verteidigung der Zielzone erforderlich werden (vgl. auch Bartolini/Prati (1997)). Unter dieser Annahme würde sich allerdings der analytische Aufwand erheblich erhöhen, was angesichts des gegebenen Darstellungszwecks als unnötig erscheint.

⁷ Für die Analyse eines Zielzonensystems bei intramarginalen Interventionen vgl. Kremksi (1997), S. 57ff.

⁸ Die Herleitung von (3) und die nachfolgenden Rechnungen werden ausführlich in Kremksi (1997), S. 43ff. bzw. S. 96ff. erläutert.

stanten A und B in (3) sind folglich ebenfalls gleich Null. Beim reinen floating ist die allgemeine Lösungsfunktion daher durch $s = m + v$ gegeben. In einer grafischen Darstellung von s in Abhängigkeit von v entspricht dies einer 45°-Beziehung, die in Abbildung 1 durch die FF -Linie repräsentiert wird.

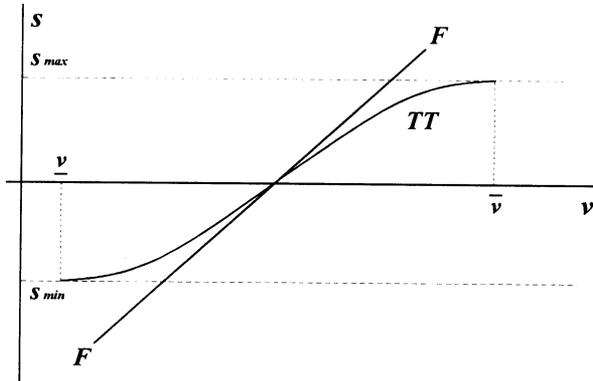


Abbildung 1: Zielzone bei ausreichenden Währungsreserven

Im Zielzonenregime hat sich die monetäre Autorität - im weiteren die Zentralbank - annahmegemäß verpflichtet, den Wechselkurs mit Hilfe marginaler Interventionen zwischen den Interventionspunkten s_{min} und s_{max} zu halten. Solange die Währungsreserven dabei groß genug sind, den maximal möglichen Umfang einer spekulativen Attacke abzuwehren, ist die Zielzone perfekt glaubwürdig.⁹

Wird nun der Wechselkurs durch eine entsprechende Entwicklung von v in die Nähe der Interventionspunkte getrieben, so steigt in jedem endlichen Zeitintervall die Wahrscheinlichkeit, daß der Wechselkurs den Rand des Währungsbandes erreicht. Dadurch wächst gleichzeitig die Wahrscheinlichkeit, daß es im entsprechenden Zeitintervall zu Interventionen der Zentralbank kommt. Die Antizipation zukünftiger Interventionen impliziert hierbei Wechselkursänderungserwartungen in Richtung auf die Zielzonenmitte, welche die Devisenmarktteilnehmer via (1) in sofortige Wechselkursänderungen transformieren. Insofern entstehen mit Annäherung von s an die Interventionspunkte zunehmende Wechselkursänderungserwartungen, durch welche sich die Funktionalbeziehung zwischen s und v immer stärker von der FF -Linie in Richtung auf die Zielzonenmitte entfernt. Dieser in der Literatur als 'honeymoon effect' bezeichnete Beitrag antizipierter zukünftiger Interventionen zur Abschwächung der

⁹ Die Analyse entspricht hierdurch dem auf Krugman (1991) zurückgehenden Grundmodell eine Wechselkurszielzone.

Wechselkursreaktion auf gegenwärtige Fundamentalfaktorschocks wirkt in unmittelbarer Nähe der Interventionspunkte so stark, daß die Zielzonenwechselkursfunktion zur Tangente an die Interventionspunkte wird. Diese Eigenschaft des 'smooth pasting' an die Interventionskursniveaus ermöglicht es, die explizite Lösung von (3) für das Zielzonenregime zu berechnen.¹⁰ Mit Hilfe des Gleichungssystems

$$(4) \quad s_{\max} = m + \bar{v} + A e^{\lambda \bar{v}} + B e^{-\lambda \bar{v}}$$

$$(5) \quad s_{\min} = m + \underline{v} + A e^{\lambda \underline{v}} + B e^{-\lambda \underline{v}}$$

$$(6) \quad \partial s(\bar{v}) / \partial v = 0 = 1 + \lambda A e^{\lambda \bar{v}} - \lambda B e^{-\lambda \bar{v}}$$

$$(7) \quad \partial s(\underline{v}) / \partial v = 0 = 1 + \lambda A e^{\lambda \underline{v}} - \lambda B e^{-\lambda \underline{v}}$$

lassen sich die Konstanten A und B sowie für den Fundamentalterm die oberen und unteren Grenzwerte \bar{v} und \underline{v} berechnen, bei denen der Wechselkurs die zugehörigen Interventionspunkte erreicht. In Abbildung 1 ist die Lösungsfunktion für den Zielzonenwechselkurs mit TT bezeichnet.

Es soll nun gezeigt werden, daß die smooth pasting-Eigenschaft der Zielzonenwechselkursfunktion an die Annahme ausreichender Reservenbestände gebunden ist. Dafür sei unterstellt, daß die Währungsreserven zu gering sind, um die Zielzone zu verteidigen. Bei Erreichen des oberen (schwachen) Interventionspunktes löst der Versuch, den Wechselkurs zu stabilisieren, eine spekulative Attacke aus, die zum vollständigen Verlust der Währungsreserven und zum Kollaps des Zielzonenregimes führt.¹¹

Das anfängliche inländische Geldangebot m sei gegeben durch die Summe von ausländischen Krediten D und den Bestand an Währungsreserven R

$$(8) \quad m = \ln(D + R).$$

¹⁰ Smooth pasting und der honeymoon effect - die Grundcharakteristiken des Zielzonenwechselkurses - werden ausführlich in Kremski (1997), S. 39ff. erklärt. Die Stabilisierungswirkung der Zielzone in bezug auf Fundamentalfaktorschocks darf jedoch nicht im Sinne eines free lunch interpretiert werden, da es in effizienten Märkten keine kostenlosen Mahlzeiten gibt. Vgl. hierzu auch Krugman/Miller (1993), S. 299 und Bertola (1997), S. 39.

¹¹ Alternativ könnte für den Zeitpunkt nach der Attacke auch ein negativer oder positiver Reservenbestand unterstellt werden. Damit ließe sich die Möglichkeit von Devisenkrediten einbeziehen oder aber eine begrenzte Bereitschaft zu Devisenmarktinterventionen, weil z.B. die mit der Verknappung der inländischen Geldmenge einhergehenden Zinseffekte nicht uneingeschränkt akzeptiert werden. Das unterstellte Interventionsverhalten ist auch insofern 'naiv', als daß die Möglichkeit von Interventionen beider Länder oder eines Realignments ausgeschlossen wird.

Das Kreditvolumen wird als konstant angenommen. Veränderungen der Geldmenge ergeben sich nur durch interventionsbedingte Veränderungen der Währungsreserven. Wenn, wie unterstellt, das Erreichen des oberen Interventionspunktes eine spekulative Attacke auslöst, die zum vollständigen Verlust der Währungsreserven führt, so ist danach das inländische Geldangebot auf

$$(9) \quad m' = \ln(D)$$

gesunken. Nach dem Zusammenbruch der Zielzone bewegt sich der Wechselkurs frei und ist folglich gegeben durch

$$(10) \quad s = m' + v .$$

Diese post Kollaps-Wechselkursfunktion wird in Abbildung 2 durch die $F'F'$ -Linie repräsentiert. Die entsprechende Referenzfunktion vor der spekulativen Attacke ist durch

$$(11) \quad s = m + v$$

gegeben und verläuft als FF -Linie oberhalb von $F'F'$, da ein höheres inländisches Geldangebot ceteris paribus eine stärker abgewertete Inlandswährung impliziert.

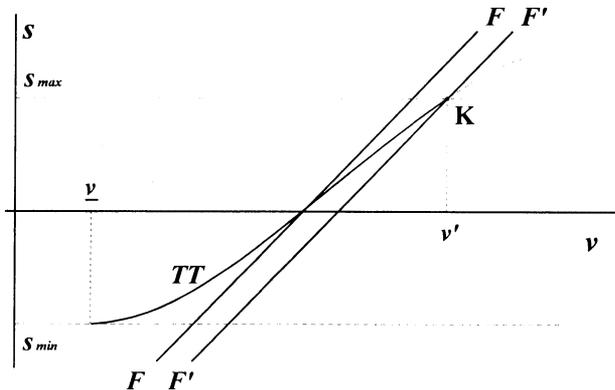


Abbildung 2: Zielzone bei unzureichenden Währungsreserven

Der Verlauf der gesuchten Zielzonenwechselkursfunktion vor Eintritt der spekulativen Attacke ergibt sich nun aus den beiden folgenden Überlegungen: Erstens unterstützt die Absicht der Zentralbank, die Zielzone zu verteidigen, auch hier den Wert der Inlandswährung, solange sich der Wechselkurs im inneren Bereich der Zielzone befindet. Die Zielzonenwechselkursfunktion verläuft

daher im oberen Bereich des Wechselkursbandes unterhalb der Referenzfunktion FF und hat eine geringere Steigung. Zweitens muß der Wechselkurs entlang der Zielzonenwechselkursfunktion genau dann den oberen Interventionspunkt s_{max} erreichen, wenn v ein Niveau v' erreicht hat, bei dem der zugehörige Wechselkurs der post Kollaps-Wechselkursfunktion $F'F'$ ebenfalls s_{max} beträgt. In Abbildung 2 ist dies im Punkt K gezeigt. Die gesuchte Zielzonenwechselkursfunktion verläuft daher mit abnehmender Steigung in Richtung auf die $F'F'$ -Linie, auf die sie im Punkte K trifft.

Dies läßt sich ökonomisch mit dem Konzept des sogenannten Schattenwechselkurses begründen. Der Schattenwechselkurs entspricht demjenigen flexiblen Wechselkurs, der sich im Falle der (durch eine spekulative Attacke bedingten) Aufgabe des Zielzonensystems zu einem beliebigen Zeitpunkt für das gegebene Niveau der Fundamentalfaktoren einstellen würde. Im Modellzusammenhang wird der Schattenwechselkurs durch die $F'F'$ -Linie repräsentiert. Solange sich nun der Schattenwechselkurs für ein gegebenes Niveau von v unterhalb des Zielzonenwechselkurses befindet, kann es nicht zu einer spekulativen Attacke kommen, da den Spekulanten hierbei Kapitalverluste entstehen, weil die erstandenen Devisen durch das Sinken des Wechselkurses auf das Niveau der $F'F'$ -Linie an Wert verlieren.¹² Für den Fall, daß der Schattenwechselkurs oberhalb des Zielzonenwechselkurses liegt, ließen sich bei einer spekulativen Attacke und dem dadurch erzwungenen Übergang zum floating sofortige Kapitalgewinne erzielen. Eine solche Situation ist aber inkompatibel mit einem Gleichgewicht auf einem informationseffizienten Markt. Der Übergang vom Zielzonensystem zum floating kann daher auch nicht mit einem vorhersehbaren Wechselkurssprung nach oben einhergehen. Die spekulative Attacke muß folglich genau in dem Moment stattfinden, wenn der Schattenwechselkurs dem Zielzonenwechselkurs entspricht - also im Punkt K.¹³ Sie wird ausgelöst, weil beim Erreichen des Interventionspunktes in K der bei flexiblen Kursen zunächst zu v gehörige Wechselkurs oberhalb von s_{max} auf der FF -Linie liegt. Durch die Intervention reduziert sich die inländische Geldmenge dann aber schlagartig soweit, daß die post Kollaps-Wechselkursfunktion durch $F'F'$ gegeben ist, und ein fließender Übergang zum floating auf dem Niveau von s_{max} erfolgt.¹⁴

¹² Dies ist auch der Grund, warum sich die Interventionsabsicht der Zentralbank stabilisierend auf den Zielzonenwechselkurs auswirkt, solange die Zielzonenwechselkursfunktion oberhalb der $F'F'$ -Linie verläuft.

¹³ Bei der mathematischen Herleitung der Lösungsfunktion tritt an die Stelle der smooth pasting Bedingung (6) die Bedingung $v' = s_{max} - m'$, wobei \bar{v} in (4) durch v' zu ersetzen ist. Für Einzelheiten vgl. Kremski (1997), S. 101ff.

¹⁴ Man könnte sich den Ablauf der spekulativen Attacke auch in einzelnen Schritten denken, bei denen sich die FF -Linie und die TT -Funktion solange nach rechts verlagern, bis die Währungsreserven vollständig aufgebraucht sind, wobei die TT -Funktion zunehmend steiler verläuft und im Moment des Kollapses mit der $F'F'$ -Linie zusammenfällt.

Je größer nun der Umfang der Währungsreserven vor Eintritt der spekulativen Attacke ist, desto weiter unterhalb bzw. rechts von FF verläuft in Abbildung 2 die post Kollaps-Wechselkursfunktion $F'F'$.¹⁵ Für die in K auf die $F'F'$ -Linie treffende TT -Funktion impliziert dies einen zunehmend flacheren Verlauf und eine stärkere, sich von der FF -Linie entfernende Krümmung. Der Grenzfall wird erreicht, wenn die Währungsreserven ausreichen, dem maximalen Ausmaß einer spekulativen Attacke standzuhalten. In diesem Moment wird die Zielzone perfekt glaubwürdig und die TT -Funktion zur Tangente an den oberen Zielzonenrand.¹⁶

Das sich bei ausreichenden Währungsreserven einstellende smooth pasting des Zielzonenwechsellkurses ermöglicht es nun, den maximal möglichen Umfang einer spekulativen Attacke und den zugehörigen kritischen Reservenbestand zu berechnen. Der Umfang der spekulativen Attacke entspricht allgemein dem Ausmaß des Verlustes an Währungsreserven, der mit dieser Attacke einhergeht. Dieser Verlust ist in Abbildung 2 durch den horizontalen Abstand zwischen der FF - und der $F'F'$ -Linie gegeben. In dem Moment nun, wo die Währungsreserven einen Umfang erreichen, der ausreicht, der spekulativen Attacke standzuhalten, wird die Zielzonenwechsellkursfunktion zur Tangente an den Zielzonenrand. Der horizontale Abstand zwischen der in Abbildung 1 durch den oberen Tangentialpunkt der Zielzonenwechsellkursfunktion mit dem Zonenrand verlaufenden $F'F'$ -Linie und der FF -Linie, zeigt folglich das maximale Ausmaß einer spekulativen Attacke.¹⁷ Da in diesem Fall für v' die smooth pasting Bedingung (6) erfüllt ist, läßt sich mit Hilfe von (4), (6) und (10) unter Berücksichtigung von (8) und (9) der kritische Reservenbestand R^* berechnen.¹⁸

Solange gilt

$$(12) \quad R \geq R^* = -D \left(1 + e^{1/\lambda + 2Ae^{\lambda v'}} \right),$$

kann die Zentralbank die Zielzone beim Erreichen von s_{max} verteidigen. Durch den mit den Interventionen verbundenen graduellen Verlust an Währungsreserven tritt nach einer Phase des smooth pasting jedoch irgendwann der Moment ein, an dem die Währungsreserven den kritischen Wert erreicht haben.¹⁹ Es kommt schließlich zur spekulativen Attacke auf die Zielzone, bei der das System kollabiert.

¹⁵ Höhere Währungsreserven implizieren einen größeren Reservenverlust und damit eine stärkere Reduktion der inländischen Geldmenge.

¹⁶ Vgl. ausführlich Kremski (1997), S. 102f.

¹⁷ Vgl. ebenda.

¹⁸ Für die einzelnen Rechenschritte vgl. ebenda, S. 103f.

¹⁹ Die Wahrscheinlichkeit, daß im Zeitablauf der obere Interventionspunkt erreicht wird, ist unter dem gegebenen Fundamentalfaktorprozeß gleich Eins.

Die vorangegangenen Ergebnisse wurden unter einer Reihe restriktiver Annahmen abgeleitet, von denen insbesondere das unterstellte Interventionsverhalten angreifbar erscheint.²⁰ Dennoch ergeben sich aus der Analyse eine Reihe von Schlußfolgerungen darüber, welche allgemeinen Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit sich ein Zielzonensystem als dauerhaft tragfähig erweist. Sind diese Voraussetzungen erfüllt, bieten Zielzonen ein wichtiges Instrument zur Erwartungsführung an den Devisenmärkten und Stabilisierung der Wechselkursentwicklung.

Zunächst ist ein Zielzonensystem bei Divergenz der Volkswirtschaften kaum aufrechtzuerhalten, wenn es nicht gelingt, durch eine angemessene Realignmentpolitik zu verhindern, daß sich die Währungsreserven im Zuge der notwendig werdenden Interventionen nur allzu schnell erschöpfen. Ein hohes Maß an wirtschaftlicher Konvergenz trägt hingegen zur Stabilität bei.

Darüber hinaus ist es wichtig, den Interventionsmechanismus derart zu gestalten, daß der durchschnittliche Reservenbestand stabilisiert wird. Hierzu gehört insbesondere, daß bei einer zweiseitigen Zielzone auch das Starkwährungsland beim Erreichen des Zonenrandes interveniert. Es muß daher die prinzipielle Bereitschaft bestehen, positive Geldangebotsschocks hinzunehmen.²¹ Makroökonomische Konvergenz beinhaltet hier in gewissem Sinne auch die Bereitschaft zur wirtschaftspolitischen Koordination bzw. den Verzicht auf geldpolitische Autonomie. Außerdem sollte für das Schwachwährungsland die Möglichkeit bestehen, sich auf dem Kreditwege die für Interventionszwecke benötigte Partnerwährung zu besorgen.

C. Weiche Zielzonen

Weiche Zielzonen sind eine weitere Möglichkeit, die Tragfähigkeit eines Zielzonenregimes zu erhöhen und es vor spekulativen Angriffen zu schützen.²² Diese Möglichkeit gewinnt gerade dann an Bedeutung, wenn keine bilateralen Interventionsabkommen und wechselseitigen Kredithilfen bestehen oder aber die Wechselkursanbindung einseitig erfolgt. Bei weichen Zielzonen stellen die Zonenränder Begrenzungen dar, die im zeitlichen Durchschnitt einzuhalten

²⁰ So unterstellt die Argumentation, daß es der Zentralbank zwischenzeitlich nicht gelingt, die Reservenbestände aufzufüllen. Im Rahmen einer bilateralen Zielzone käme dies der Annahme gleich, daß jeweils nur das Schwachwährungsland interveniert.

²¹ Auf die Diskussion sterilisierter Devisenmarktinterventionen kann an dieser Stelle aus Platzgründen nicht weiter eingegangen werden. Im Modellzusammenhang sind sterilisierte Interventionen wirkungslos (vgl. auch Kremiski (1997)).

²² Vgl. Bartolini/Prati (1997).

sind. Die Interventionspunkte sind hierbei durchschnittliche maximale Abweichungen von der Parität.

Die Formulierung durchschnittlicher Wechselkursziele ist im Bereich der Währungspolitik erstaunlicherweise eher ungewöhnlich - obgleich bei anderen makroökonomischen Zielgrößen durchaus üblich: Geldmengenwachstums- und Inflationsziele werden z.B. häufig in Form von durchschnittlichen Verlaufszielen festgelegt. Und auch der grundlegenden Beitrag Williamsons über die Implementation von Wechselkurszielzonen zur Stabilisierung des internationalen Währungssystems sah ursprünglich weiche Zielzonen im Sinne durchschnittlicher Wechselkursziele vor.²³

Weiche Wechselkurszielzonen ermöglichen es den monetären Autoritäten, die Auswirkungen temporärer Schocks bei den wechselkursbestimmenden Fundamentalfaktoren zuzulassen, ohne die Glaubwürdigkeit des Zielzonenregimes zu gefährden. Dadurch werden mögliche Übertragungseffekte der Fundamentalfaktorschocks auf andere makroökonomische Zielvariablen, wie z.B. kurzfristige Zinsen, reduziert. Der Hauptvorteil weicher Zielzonen ist jedoch, daß das Erreichen der Zonenränder keinen Interventionsautomatismus mehr auslöst und sich dadurch die Tragfähigkeit des Regimes deutlich erhöht. Insofern können weiche Zielzonen gerade auch bei der Verengung bestehender Bandbreiten nützlich sein.²⁴

Mit Blick auf die im vorangegangenen Abschnitt analysierten Zusammenhänge bringt die Festlegung durchschnittlicher Wechselkursziele vor allem zwei Modifikationen mit sich: Erstens werden die mit dem Grundcharakter des Fundamentalfaktorprozesses einhergehenden Verluste an Devisenreserven reduziert und zweitens wird der Anreiz für spekulative Attacken verringert.

In einer weichen Zielzone verlangsamt sich der Abbau der Währungsreserven, weil nicht bei jedem Erreichen der Interventionspunkte Interventionen erforderlich werden. Erst wenn der Wechselkurs im Durchschnitt der festgelegten Referenzperiode das Interventionsniveau überschreitet, werden Korrekturmaßnahmen durch die Zentralbank erforderlich. Wenn die Devisenreserven ihren kritischen Wert R^* erreicht haben, bewirkt ein Anstieg von s auf s_{max} daher nicht automatisch den Zusammenbruch des Zielzonenregimes. Erreicht der Wechselkurs in Abbildung 2 erstmalig den Punkt K, wird keine spekulative Attacke ausgelöst, da seitens der Zentralbank keine Verpflichtung besteht, den Wechselkurs kurzfristig am Verlassen der Zielzone zu hindern. Für Devisenmarktspekulanten entfällt daher der Anreiz, gegen die Zentralbank zu spekulie-

²³ Vgl. Williamson (1985), S. 64.

²⁴ Andersherum bieten weiche Zielzonen bei hoher Fundamentalfaktorvolatilität eine Alternative zu verbreiterten Währungsbändern.

ren, da die Zentralbank nicht gezwungen ist, auf dem Niveau s_{max} zu kontrahieren.²⁵

In einer weichen Zielzone erhalten Wechselkurshistorie und Grundeigenschaften des Fundamentalfaktorprozesses zusätzliche Bedeutung für die Regimestabilität. Kurze transitorische Fundamentalfaktorschocks beeinflussen den durchschnittlichen Wechselkursverlauf nur wenig und können bei einer weichen Zielzone die Regimestabilität kaum gefährden. Andererseits ergeben sich aus einer weichen Zielzone nur geringe Vorteile, wenn die Fundamentalfaktoren stetige und dauerhafte 'Fehlentwicklungen' zeigen.²⁶ Die Tragfähigkeit eines weichen Zielzonensystems wird hingegen deutlich erhöht, wenn die Fundamentalfaktoren mean reversion zeigen (was z.B. bei starker makroökonomischer Konvergenz der betrachteten Länder unterstellt werden kann).²⁷

Bezüglich des Problems spekulativer Attacken läßt sich die Bedeutung weicher Zielzonen am leichtesten mit Hilfe eines stark vereinfachenden Zweiperioden-Spiels verdeutlichen.²⁸ Ausgangspunkt sei ein zweiperiodischer Devisenmarkt, auf dem sich drei Marktparteien begegnen: Liquiditätshändler, Spekulanten und die Zentralbank. Die Aktivitäten der Liquiditätshändler führen von Periode zu Periode zu abwechselnden Nettoangebots- und -nachfrageschocks am Devisenmarkt im Umfang von 6 Einheiten heimischer Währung. Es sei unterstellt, daß diese Schocks unabhängig vom Ausgangswert der Devisen für sich genommen jeweils eine Devisenkursveränderung von 10 Prozent verursachen.

Sowohl die Zentralbank als auch die Spekulanten verfügen über perfekte Voraussicht hinsichtlich der Liquiditätsveränderungen am Devisenmarkt. Die Zentralbank verfolgt das Ziel, den Wechselkurs innerhalb eines ± 10 -Prozent-Bandes zu halten. Dafür mögen ihr zu Beginn der ersten Periode Währungsreserven im Wert von 13 Einheiten heimischer Währung zur Verfügung stehen. Die Gruppe der Spekulanten wird durch zwei Wirtschaftssubjekte repräsentiert, die über jeweils 6 Einheiten heimischer Währung verfügen und sich von Peri-

²⁵ Dadurch hat ein weiches Zielzonenregime andererseits natürlich Auswirkungen auf die Intensität des honeymoon effects: Da Interventionen typischerweise verzögert auftreten, wenn als Zielgröße gleitende Wechselkursdurchschnitte zugrundegelegt werden, fällt der (theoretische) honeymoon effect in einer weichen Zielzone geringer aus als in einer harten Zielzone (vgl. auch Bartolini/Prati (1997)). Da sich der honeymoon effect aus verschiedenen Gründen empirisch aber kaum bestätigen läßt (vgl. Kremiski (1997)), soll hierauf nicht weiter eingegangen werden.

²⁶ Vgl. ausführlich Bartolini/Prati (1997).

²⁷ Vgl. ebenda. Bartolini und Prati analysieren im Rahmen einer Reihe von Modellsimulationen u.a. den Einfluß von mean reversion im Fundamentalfaktorprozeß auf die durchschnittliche Zielzonenlebensdauer. Für die formale Analyse von mean reversion im Fundamentalfaktorprozeß vgl. Kremiski (1997), S. 160 ff.

²⁸ Der nachfolgende Ansatz geht zurück auf Obstfeld (1996) und Bartolini/Prati (1997).

ode zu Periode entscheiden müssen, die heimische Währung zu halten oder gegen Devisen zu verkaufen. Beim Kauf von Devisen entstehen ihnen Transaktionskosten im Umfang von einer inländischen Währungseinheit, die in der nachfolgenden Periode zu begleichen sind. Zuletzt sei noch angenommen, daß bei Aufgabe der Zielzone die Auslandswahrung um 50 Prozent aufwertet, und daß der Wechselkurs zu Beginn der ersten Periode, für die ein Nettoangebotschock erwartet wird, 5 Prozent über der Parität liegt.

Zunächst sei der Fall einer harten Zielzone betrachtet. Die Zentralbank ist verpflichtet, den Wechselkurs permanent am Verlassen des Bandes zu hindern. In dieser Situation muß sie in Periode 1 am Devisenmarkt intervenieren, damit der Wechselkurs nicht über die insgesamt vorgegebenen 10 Prozent abwertet. Die Zentralbank gibt daher Devisenreserven im Umfang von 3 Einheiten heimischer Währung ab, um die Hälfte des Nettoangebotschocks der Liquiditatshandler zu kompensieren.

Die der Zentralbank verbleibenden Währungsreserven im Wert von 10 Einheiten heimischer Währung reichen nicht aus, einer gemeinsamen Attacke beider Spekulanten standzuhalten. Ein einzelner Spekulant ist jedoch nicht in der Lage, den Kollaps des Zielzonenregimes herbeizuführen. Die Auszahlungsmatrix auf der nächsten Seite zeigt die Situation aus Sicht der beiden Spekulanten.

Bei einer Haltestrategie ist der Gewinn der Spekulanten jeweils Null. Entschließt sich nur einer der beiden Spekulanten zur Attacke, so kann die Zentralbank die Zielzone verteidigen. Der Nettonachfrageschock der Liquiditatshandler in Periode 2 erhöhet den Wert der Inlandswährung und verursacht dem Fremdwährung haltenden Spekulanten einen Wertverlust im Umfang von $6 \cdot 0,10 = 0,6$ Einheiten inländischer Währung. Zuzüglich der Transaktionskosten entsteht ein Gesamtverlust von $-1,6$. Entscheiden sich jedoch beide Spekulanten, gegen die Zentralbank zu spekulieren, so kommt es zum Kollaps des Zielzonenregimes. Sie erzielen durch die Aufwertung der Fremdwährung einen Gewinn von²⁹ $6 \cdot 0,5 = 3$, von dem in Periode 2, abzüglich der Transaktionskosten und unter Berücksichtigung der liquiditatsbedingten 10-prozentigen Aufwertung der Inlandswährung netto 1,7 Einheiten übrig bleiben.

		Spekulant 1	
		Halten	Verkaufen
Spekulant 2	Halten	0 ; 0	0 ; -1,6
	Verkaufen	-1,6 ; 0	1,7 ; 1,7

Abbildung 3: Auszahlungsmatrix bei einer harten Zielzone

²⁹ Es wird dabei unterstellt, daß die Spekulanten zum oberen Interventionskurs mit der Zentralbank kontrahieren, bevor es zur Abwertung kommt.

Im Falle der harten Zielzone gibt es daher aus Sicht der Spekulanten zwei Nash-Gleichgewichte. Jeder Spekulant wird die Zielzone attackieren, wenn er davon ausgeht, daß auch der andere die Zielzone attackiert, und wird im umgekehrten Falle die heimische Währung halten, wenn er davon ausgeht, daß auch der andere sich so verhält. Das Zielzonenregime kann also entweder unter einer gemeinsamen Attacke zusammenbrechen oder erhalten bleiben, wenn es nicht zur Attacke kommt.

Nun sei der Fall betrachtet, in dem sich die Zentralbank verpflichtet, den Wechselkurs auf Basis eines zweiperiodischen Durchschnitts zu verteidigen. In diesem Fall besteht für die Zentralbank keine Notwendigkeit, den Nettoangebotschock in Periode 1 zumindest teilweise zu kompensieren, denn in Periode 2 sorgt der Nettonachfrageschock dafür, daß der Wechselkurs wieder zurück auf sein ursprüngliches Niveau fällt. Im Durchschnitt übersteigt er dabei nicht das vorgegebene maximale Abwertungsniveau. Der Zentralbank bleiben somit die Währungsreserven im Wert von 13 heimischen Währungseinheiten erhalten, mit denen sie in der Lage ist, die Zielzone auch gegen eine gemeinsame Attacke der Spekulanten zu verteidigen. Die Auszahlungsmatrix zeigt, daß in dieser Situation das Halten der Inlandswährung zur dominanten Strategie wird. Die latente Gefahr einer sich selbst erfüllenden Attacke auf das Zielzonenregime ist beseitigt.

		Spekulant 1	
		Halten	Verkaufen
Spekulant 2	Halten	0 ; 0	0 ; -1,6
	Verkaufen	-1,6 ; 0	-1,6 ; -1,6

Abbildung 4: Auszahlungsmatrix bei einer weichen Zielzone

Obwohl dieser einfache Denkansatz sicherlich übersimplifiziert ist, verdeutlicht er doch, welche Vorteile sich aus einer weichen Zielzone gerade mit Blick auf die Gefahr einer sich selbst erfüllenden spekulativen Attacke ergeben. Beleuchtet wird aber auch die Rolle von mean reversion im Fundamentalfaktorprozess: Sofern Liquiditätsschocks nicht über mehrere Perioden persistent sind, erweisen sich Zentralbankinterventionen als unnötig. Erst dauerhafte „Abweichungen“ der Fundamentalfaktoren machen Interventionen erforderlich. Gerade bei hoher kurzfristiger Volatilität der Fundamentalfaktoren ist eine weiche Zielzone eine geeignete Alternative zu breiteren Wechselkursbändern.³⁰

³⁰ Vgl. auch Bartolini/Prati (1997) und Bertola (1997).

D. Schlußbemerkungen

Wechselkurszielzonen sind ein wichtiges Instrument zur Stabilisierung der Devisenmärkte, weil sie die Möglichkeit bieten, den Devisenmarktteilnehmern Erwartungsführung zu geben, welche Wechselkursrelationen als wünschenswert und tragbar angesehen werden.

Das Funktionieren eines Zielzonensystems ist jedoch an eine Reihe von Voraussetzungen gebunden, die zum Teil hohe Anforderungen an die beteiligten Länder stellen. Neben der Verteilung von Interventionslasten, der Gewährung von Devisenkrediten und der Implementation von Realignmentmechanismen, liegt der Fokus hierbei auf der Notwendigkeit zur wirtschaftspolitischen Koordination.

Weiche Zielzonen bieten die Möglichkeit, den Anpassungsdruck eines Zielzonenregimes zu verringern und gleichzeitig seine Tragfähigkeit zu erhöhen. Sie erweitern das Spektrum möglicher Wechselkursvereinbarungen und sind insbesondere bei unilateralen Wechselkursanbindungen, der Verringerung bestehender Bandbreiten und dem Neueintritt in ein Festkurssystem eine geeignete Alternative.

Literaturverzeichnis

- Bartolini, L./Prati, A.*: Soft versus Hard Targets for Exchange Rate Intervention, *Economic Policy - A European Forum*, Vol. 24, 1997, S. 13-52.
- Bertola, G.*: Soft versus Hard Targets for Exchange Rate Intervention - Discussion, *Economic Policy - A European Forum*, Vol. 24, 1997, S. 38-42.
- Delgado, F./Dumas, B.*: Monetary Contracting between Central Banks and the Design of Sustainable Exchange-Rate Zones, *Journal of International Economics*, Vol. 34, 1993, S. 201-224.
- Flood, R.P./Garber, P.M.*: Collapsing Exchange-Rate Regimes - Some Linear Examples, *Journal of International Economics*, Vol. 17, 1984, S. 1-13.
- Kremiski, T.*: Wechselkursverhalten in Bandbreitensystemen, Wiesbaden 1997.
- Krugman, P.R.*: A Model of Balance-of-Payments Crisis, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 11, 1979, S. 311-325.
- Krugman, P.R.*: Target Zones and Exchange Rate Dynamics, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, 1991, S. 669-682.
- Krugman, P.R./Miller, M.H.*: Why have a Target Zone, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 38, 1993, S. 279-314.
- Krugman, P.R./Rotemberg, J.*: Speculative Attacks on Target Zones, in P.R. Krugman u. M.H. Miller (Hrsg.): *Exchange Rate Targets and Currency Bands*, Cambridge 1992, S. 117-139.
- Obstfeld, M.*: Balanc-of-Payments Crises and Devaluation, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 16, 1984, S. 208-217.

- Obstfeld, M.*: Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features, *European Economic Review*, Vol. 40, 1996, S. 1037-1047.
- Salant, S.W./Henderson, D.W.*: Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold, *Journal of Political Economy*, Vol. 86, 1978, S. 627-648.
- Williamson, J.*: *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, Washington D.C. 1985.

Die Tobin-Steuer – Ein Instrument zur Stabilisierung des EWS II ?

Von Karl-Heinz Ketterer und Joachim Nagel

A. Ausgangstatbestände

Die Idee der Besteuerung von Wahrungstransaktionen ist mittlerweile 25 Jahre alt. Der bekannte konom und Nobelpreisträger James Tobin präsentierte diesen Vorschlag erstmals im Jahre 1972 im Rahmen seiner Vorlesungen in Princeton. Zwei Jahre später wurde er veröffentlicht.¹ Im Jahr 1978 hat Tobin in einer weiteren Publikation seine Idee fortentwickelt.²

Die Idee der Besteuerung von Devisengeschäften, die sogenannte Tobin-Tax, war und ist umstritten.³ Doch gerade auf dem aktuellen Hintergrund der asiatischen Währungskrisen (Herbst 1997) und der Krise im Europäischen Währungssystem (1992) gewinnt der Tobin-Vorschlag zunehmend an Reiz. Das weltweite Volumen an Devisengeschäften hat enorm zugenommen. Die Schätzungen für das Jahr 1995 belaufen sich auf 312 Trillionen US-Dollar.⁴ Tobin geht davon aus, daß 80 Prozent dieser Transaktionen nach spätestens einer Woche in die ursprüngliche Ausgangswahrung zurckgetauscht werden. Viele von diesen Transaktionen werden sogar innerhalb eines Tages abgewickelt.⁵ Warenströme stehen in den meisten Fällen nicht hinter diesen Devisengeschäften; es handelt sich dabei überwiegend um spekulative Transaktionen. Es ist deshalb heute nicht mehr auszuschließen, daß Spekulanten in der Lage sind, den Wechselkurs einzelner Währungen mit den ihnen zur Verfügung stehenden Finanzmitteln massiv zu beeinflussen, um Spekulationsgewinne zu erzielen.

¹ Vgl. Tobin, James, *The New Economics One Decade Older*, in: *The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honour of Joseph Schumpeter 1972*, Princeton 1974.

² Vgl. Tobin, James, *A Proposal for International Monetary Reform*, in: *Eastern Economic Journal* 4 (July-October), 1978, S. 153-159.

³ Vgl. Tobin, James, *Prologue*, in: *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Hrsg. von Mahub ul Haq, Inge Kaul und Isabelle Grunberg, New York 1996, S. ix-xviii.

⁴ Vgl. Ebenda, S. xvi.

⁵ Vgl. Ebenda, S. xii und xvi.

Tobin hat in seinem Beitrag „A Proposal for International Monetary Reform“ aus dem Jahre 1978 zwei unterschiedliche Wege skizziert, die das internationale Währungssystem in den nächsten Jahren gehen könnte.⁶ Die eine Alternative wäre, daß man international auf eine gemeinsame Währung, eine gemeinsame Geld- und Fiskalpolitik und eine ökonomische Integration zusteuert. Die zweite mögliche Entwicklung sah Tobin in einer zukünftigen stärkeren internationalen Segmentierung der Finanzmärkte zwischen einzelnen Ländern oder Währungsräumen, die den einzelnen Zentralbanken und Regierungen größere politische Autonomie in Abhängigkeit von den jeweiligen spezifischen ökonomischen Problemen einräumt. Für Tobin war die von ihm beschriebene erste Alternative keine wahrscheinliche Option für die absehbare Zukunft, insbesondere für das zwanzigste Jahrhundert. Daraus hat Tobin die folgende Schlußfolgerung gezogen:

„I therefore regretfully recommend the second, and my proposal is to throw some sand in the wheels of our excessively efficient international money markets.“⁷

Wie viele Ökonomen sah auch Tobin das grundlegende internationale währungspolitische Problem nicht im jeweiligen Wechselkursregime, sondern vielmehr in der exzessiv gewachsenen internationalen Kapitalmobilität. Nationale Volkswirtschaften sehen sich aufgrund dieser Entwicklung zunehmend gedrängt, von den jeweiligen ökonomischen Erfordernissen, wie zum Beispiel der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit, abzurücken, weil sie sich veranlaßt sehen, die Wechselkursbewegungen der heimischen Währung mit ökonomisch kontraproduktiven Maßnahmen zu stabilisieren.

Die frühen Analysen in der Tradition von Mundell und Fleming, die noch zu Zeiten des Festkurssystems von Bretton Woods vorgelegt worden sind, haben die Botschaft überbracht, daß die Zentralbanken einen größtmöglichen Spielraum für autonome Politik erhalten, wenn die Wechselkurse völlig flexibel sind. In der Tat war es in einem Regime fester Wechselkurse nicht möglich, daß eine Zentralbank auf eine wirkungsvolle Weise einen Zinsabstand zu anderen Währungen schaffen konnte. Zinsdifferenziale zum Ausland seien aber dann sehr wohl möglich, so damals die entschlossenen Verfechter flexibler Wechselkurse, wenn nationale Autoritäten davon befreit seien, feste Paritäten verteidigen zu müssen.

Mittlerweile hat sich aber gezeigt, daß dieselben zinsinduzierten internationalen Kapitalbewegungen, welche die Wirkungsmacht einer Zentralbank im System fester Wechselkurse beschränkt haben, diese Macht auch in einem Regime des Floating unterhöheln. Sind gleichartige Finanzanlagen, die in unterschiedli-

⁶ Vgl. Tobin, James, A Proposal for International Monetary Reform, in: Essays in Economics, Theory and Policy, Cambridge Massachusetts 1982, S. 488-494.

⁷ Ebenda, S. 489.

chen Währungen denominiert sind, aus der Sicht privater Vermögensanleger perfekte Substitute, dann können sie nicht unterschiedliche Zinsen tragen, es sein denn, daß Zinsdifferenziale durch entsprechende Wechselkursänderungserwartungen zu begründen sind. Aber Zentralbanken können nicht immer Erwartungen erzeugen, die konsistent mit einer autonomen Politik sind. In der heutigen Zeit der hohen Kapitalmobilität erleben es die Zentralbanken immer wieder, daß selbst eine geringfügige Ausnutzung ihres autonomen Handlungsspielraumes sie einem enormen Druck durch die Devisenmärkte aussetzt. Selbst kleine Unsicherheiten darüber, ob eine Zentralbank Gebrauch von ihrem Handlungsspielraum machen will, erzeugen hohe Volatilitäten an den Finanzmärkten.

Tobin ging es mit seinem Vorschlag der Besteuerung von Devisentransaktionen nicht etwa um die Erhöhung der Staatseinnahmen, sondern im wesentlichen darum, daß aufgrund von kurzfristigen internationalen Devisenspekulationen einzelne Volkswirtschaften zu einer Wirtschaftspolitik gezwungen werden, die ihren erklärten Zielen widerspricht.

Im Jahre 1978 war noch nicht abzusehen, daß einige Länder in Europa auf eine gemeinsame Währung zumindest zum Ende des Jahrtausends zusteuern würden. Insofern war die Einschätzung über die Entwicklung der Finanzmärkte vorausschauend, zumal aktuelle Währungskrisen die von Tobin aufgebrachte Thematik bestätigt haben.

Die Staats- und Regierungschefs werden, so wie die Dinge gegenwärtig liegen (das Manuskript wurde am 31.01.1998 abgeschlossen), über die am Euro-Währungsraum teilnehmenden Mitgliedsstaaten Anfang Mai 1998 entscheiden. Einigen Ländern wird wohl der Eintritt in diesen Währungsraum zunächst verwehrt bleiben. In einem EWS-Nachfolgesystem (EWS II) werden diese Länder an den Euro gebunden. Die Euro-Entscheidung über die genaue Bandbreite für Wechselkursschwankungen um die Euro-Leitkurse in einem EWS II steht noch aus. Es steht lediglich fest, daß das EWS II ein Leitkurssystem sein wird, welches sukzessive die „pre-outs“ an den Euro heranführen soll mit Interventionschranken, die von Währung zu Währung verschieden sein können.⁸

Die Krise im Europäischen Währungssystem hat gelehrt, daß Turbulenzen an den Devisenmärkten ein ganzes System gefährden können. Insbesondere im Zusammenhang mit dem EWS II könnte durch eine Tobin-Steuer erreicht werden, daß einer Krise nach dem Muster vom September 1992 die Spitze genommen werden könnte.

⁸ Hierzu gibt es einen Vorschlag des Europäischen Währungsinstituts. Zu den Eigenschaften des EWS vgl., u.a., auch Duijon, Bernhard und Herz, Bernhard, Das EWS II – ein europäisches System à la Bretton Woods?, Wirtschaftsdienst 1996/V, S. 233-239 und Jarchow, Hans-Joachim, Zum Post-EWS-System, Wirtschaftsdienst 1996/X, S. 526-529.

In den nachfolgenden Ausführungen wird im ersten Kapitel die grundlegende Funktionsweise einer Tobin-Steuer vorgestellt. Im Anschluß daran wird am Beispiel der Währungskrise vom September 1992 gezeigt, wie die Einführung einer Tobin-Steuer das Ertragskalkül bei einer Währungsspekulation verändert. Abschließend wird aus den Ergebnissen ein Vorschlag für die Bandbreitengröße in Wechselkurssystemen abgeleitet.

B. Zur Funktionsweise der Tobin-Steuer

Der Effekt der Tobin-Steuer erschließt sich am leichtesten, wenn man sich die einfache Zinsparität ansieht. Der Ausgangspunkt hierfür ist das „Gesetz von einem Preis“ (law of one price), das besagt: „Gleichwertiges muß den gleichen Preis haben“. Im Fall der Tobin-Steuer muß das auf Devisengeschäfte bezogen werden, und zwar auf Kassa-Geschäfte und Termin-Geschäfte. Solche Devisengeschäfte kommen in Gang, unter anderem, wenn die Zinsen im Inland und Ausland unterschiedlich sind. Dann besagt das Gesetz, daß eine (vorübergehende) Geldanlage im Ausland zum Zeitpunkt des Rücktausches einem Wechselkursverhältnis unterliegt, das einen etwaigen Minder- oder Mehrertrag ausgleicht. Das heißt, Zinsdifferenzen werden durch Unterschiede zwischen Kassakurs und Terminkurs ausgeglichen. Das ist die Zinsparität.

Ein einfacher Ausdruck hierfür ergibt sich im nachfolgenden Beispiel daraus, daß ein Geldanleger für 1 Jahr eine Geldanlage in ausländischer Währung tätigt und nach 1 Jahr zurücktauscht.

Beispiel:

Ein deutscher Geldanleger will für 1 Jahr einen bestimmten Betrag in Dollar anlegen und nach 1 Jahr zurücktauschen.

Es seien

S	=	der Kassakurs des Dollars
F	=	der Ein-Jahres-Terminkurs
r_i	=	der Inlandszinssatz
r_a	=	der Auslandszinssatz

Dann besagt die Zinsparität

$$F(1 + r_a) = S(1 + r_i)$$

oder

$$(1) \quad \frac{F}{S} = \frac{1 + r_i}{1 + r_a}$$

Ist $r_a > r_i$, dann gilt $F < S$; das heißt, für den Termin-Dollar ergibt sich ein Deport.

In der Praxis werden nicht nur Laufzeiten von 1 Jahr gewählt, sondern von 3 Tagen aufwärts. Das Verhältnis zwischen Forward-Kurs und Spot-Kurs hängt dann von der Zahl der Tage der Anlage im Ausland, bezogen auf die Gesamtzahl der Tage im Kalenderjahr, ab.

Es seien

- T = die Laufzeit des Forwards in Tagen
- t = die Anzahl der Tage eines Jahres (360 oder 365 Tage, je nach Usance)

Für einen T-Tage-Forward gilt dann die folgende Relation zwischen Kassa- und Terminkurs:

$$(2) \quad \frac{F_T}{S_T} = \frac{1 + r_i \frac{T}{t}}{1 + r_a \frac{T}{t}}$$

Das ist das Arbitrage-Gleichgewicht, das sich einstellt. Vor Erreichen des Gleichgewichts kommt es zur „Cash-and-carry-Arbitrage“. Die „Cash-and-carry-Arbitrage“ kommt aber nicht nur dann in Gang, wenn sich Zinsdifferenzen ändern, sondern auch dann, wenn solche Wechselkursänderungen, die nicht allein durch Zinsdifferenzen bestimmt werden, erwartet werden. Das sind dann spekulativ motivierte grenzüberschreitende Kapitalströme; hier kommt die Tobin-Steuer ins Spiel. Zur Abschätzung der Wirkung der Tobin-Steuer kann man von der Zinsparität ausgehen. Es wird dabei angenommen, daß die Tobin-Steuer immer dann fällig wird, wenn je zwei Währungen getauscht werden. Das bedeutet, daß jemand, der von New York aus in Britischem Pfund spekuliert, um von dessen Abwertung im EWS zu profitieren, diese Steuer zweimal zu entrichten hat. Dann gilt folgendes Kalkül, damit wiederum das „Gesetz von einem Preis“ zum Zuge kommt. Es wird dann sowohl S_T besteuert als auch F_T , das bedeutet, eine ausländische Anlage muß einen höheren Ertrag bringen als allein durch Zinsdifferenzen und Unterschied in Kassa- und Terminkurs bedingt ist.

Angenommen, der Inlandssatz r_i sei gegeben und es werde eine Tobin-Steuer in Höhe von x Prozent auf S_T und F_T erhoben. Der Ertrag in ausländischer Währung muß dann entsprechend höher sein und zwar um so mehr, je kürzer die Laufzeit der Auslandsanlage ist (Spekulanten bevorzugen kurze Laufzeiten). Bei der Einführung einer Steuer auf den Tausch von einer Währung in eine andere kann nicht nach dem zugrundeliegenden Geschäft, Devisenspekulation oder Warenexport und –import differenziert werden. In der Realität wäre eine solche Unterscheidung nicht praktikabel, weil nicht nachzuzvollziehen wäre, ob es sich bei der Devisentransaktion um ein Spekulationsgeschäft oder ein Wa-

rengeschäft handelt. Die Tobin-Tax muß immer dann bezahlt werden, wenn ein Währungstausch vollzogen wird. Freilich hat diese Steuer die Eigenschaft, daß sie vor allem die Währungsspekulation trifft und kaum die grenzüberschreitenden Warenströme, denn sie wirkt um so belastender, je rascher die Geldströme die Grenzen hin und her überschreiten, je kürzer also die Laufzeiten sind.⁹ Insbesondere die Devisenspekulanten, die schnelle Währungsgewinne machen wollen, bevorzugen die kurzen Laufzeiten.

„The tax would particularly deter short-term financial round-trip excursions into another currency.“¹⁰

Der Zusammenhang zwischen der Wirksamkeit der Tobin-Steuer und der Laufzeit der Auslandsanlage läßt sich wie folgt ermitteln.

Es sei τ das Symbol für die Laufzeit mit $\tau = T/t$ und x der Satz der Tobin-Steuer.

Das Arbitrage-Gleichgewicht erfordert, daß

$$(3) \quad xF_T(1+r_a\tau) + x(1-r_a) + xS_T = 1+r_f\tau$$

Gefragt ist nun, wie hoch der benötigte Auslandsertrag sein muß, um dem Inlandertrag zu entsprechen.

Diese benötigte Ertragsrate hängt ab von

- der Relation F_T zu S_T
- der Laufzeit τ
- und der Höhe des Steuersatzes x .

Die benötigte Ertragsrate sei mit dem Symbol r_a^* bezeichnet, sie enthält auch Kurswertgewinne oder -verluste beim Rücktausch. Um diese benötigte Ertragsrate zu ermitteln, ist die Steuer abzuziehen und danach ist die Gleichheit zum Ertrag der Inlandsanlage herzustellen.

Es muß also gelten:

$$(4) \quad (1 + r_a^*\tau) - x(1 + r_a^*\tau) - x = 1 + r_f\tau$$

und hieraus

$$(5) \quad (1 + r_a^*\tau)(1 - x) - x = 1 + r_f\tau$$

⁹ Vgl. u.a. Menkhoff, Lukas, Michaelis, Jochen, Ist die Tobin-Steuer wirklich „tot“?, Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, Band 46/1995, S. 33-54.

¹⁰ Vgl. Tobin, James, A Proposal for International Monetary Reform, in: Essays in Economics, Theory and Policy, Cambridge Massachusetts 1982, S. 490.

Dieser Ausdruck muß nun nach r_a^* aufgelöst werden, daraus ergibt sich

$$r_a^* = \frac{r_i \tau + 2x}{\tau(1-x)}$$

oder

$$(6) \quad r_a^* = \frac{r_i + \frac{2x}{\tau}}{1-x}$$

Hieraus wird der Einfluß der Laufzeit unmittelbar ersichtlich: je kürzer die Laufzeit einer Anlage in ausländischer Währung ist, desto höher muß der benötigte Ertrag für einen Spekulanten sein, damit sein Kalkül aufgeht.

Die folgende Beispiel-Rechnung mag dies plastisch machen. Der heimische Zinssatz r_i sei 10% und die Tobin-Steuer x betrage 0,01 (1%). Der benötigte Auslandsertrag in Abhängigkeit von der Laufzeit ist in der Tabelle auf der folgenden Seite zusammengestellt.

Aus der Tabelle wird ersichtlich, wie stark die benötigte Ertragsrate einer Auslandsanlage bei der Einführung einer Tobin-Steuer vom jeweiligen Anlagehorizont abhängt. Die Interessenlage eines Spekulanten liegt, wie schon ausgeführt, auf schnellen Gewinnen, d.h. er bevorzugt kurze Laufzeiten für seine Wahrungsgeschafte. In der Beispiel-Rechnung der Tabelle 1 benötigt er bei einem Zeithorizont von einer Woche für sein Devisengeschäft eine Ertragsrate für die Auslandsanlage von zirka 116 Prozent. Bei einem Zeithorizont von einem Monat sinkt die Ertragsrate auf ca. 34 Prozent; bei einem Zeithorizont von einem Jahr sinkt sie auf etwa 12 Prozent. Die Intention, die Tobin bei seinem Vorschlag der Einführung einer solchen Steuer hatte, wird mit diesem Beispiel transparent. Wahrungsspekulationsgeschafte werden durch eine Tobin-Steuer wesentlich stärker belastet als grenzüberschreitende Warengeschafte, weil diese normalerweise auf einen wesentlich längeren Zeithorizont angelegt sind.

Tabelle 1

Benötigte Ertragsrate von Auslandsanlagen in Abhängigkeit vom Anlagehorizont

bei einem Zeithorizont von	$r_a^* = \frac{r_i + \frac{2x}{\tau}}{1-x}$	r_a^*
12 Monate ($\tau = 1$)	$(10 + \frac{2}{1}) : 0,99$	12,12 %
1 Monat ($\tau = \frac{1}{12}$)	$(10 + \frac{2}{0,083}) : 0,99$	34,44 %
1 Woche ($\tau = \frac{1}{52}$)	$(10 + \frac{2}{0,019}) : 0,99$	115,15 %

Es wäre auch der folgende Fall denkbar. Jemand legt Geld in ausländischer Währung an, läßt den Anlagebetrag im Ausland und tauscht nur die Zinserträge in heimische Währung. Auch hier wäre dann die Tobin-Steuer zweimal zu entrichten, einmal wenn die Anlage in ausländischer Währung gekauft wird und das zweite Mal, wenn die Zinserträge in heimische Währung zurückgetauscht werden. Für die Gleichheit ausländischer und heimischer Zinserträge muß dann gelten:

$$(7) \quad r_a^* \tau (1-x) - x = r_i \tau$$

Nach r_a^* aufgelöst

$$(8) \quad r_a^* = \frac{r_i \tau + x}{\tau(1-x)} = \frac{r_i + \frac{x}{\tau}}{1-x}$$

Auch hier zeigt sich wieder, daß die Tobin-Steuer um so belastender wirkt, je kürzer der Zeithorizont des Geldanlegers ist.

Auch für diesen Fall sei eine Beispiel-Rechnung dargestellt. Der heimische Zinssatz r_i sei wie im vorigen Beispiel 10% und die Tobin-Steuer x betrage wiederum 0,01 (1%).

Tabelle 2

Benötigte Ertragsrate beim Tausch von Zinserträgen in andere Währung in Abhängigkeit vom Anlagehorizont

bei einem Zeithorizont von	$r_a^* = \frac{r_i + \frac{x}{\tau}}{1 - x}$	r_a^*
12 Monate ($\tau = 1$)	(10+1): 0,99	11,11%
1 Monat ($\tau = \frac{1}{12}$)	(10+ $\frac{1}{0,083}$): 0,99	22,27%
1 Woche ($\tau = \frac{1}{52}$)	(10+ $\frac{1}{0,0192}$): 0,99	62,71%

Es sei noch kurz ein weiteres Beispiel angeführt, das vielleicht die Phantasie anregen kann. Angenommen, die Tobin-Steuer betrage nur 0,1% (statt wie oben 1%). Viele Spekulanten haben nur einen ganz kurzen Zeithorizont, meistens nur einen einzigen Tag. Bei einem Zeithorizont von nur einem Tag ($\tau = 1/360$) beträgt r_a^* bei einem Steuersatz von $x = 0,001$ (0,1%) dann 46%. Da würde sogar der wagemutigste Spekulant etwas erschrecken.

C. Die Wirkungsweise der Tobin-Steuer am Beispiel der Krise des EWS im September 1992

Das Pfund Sterling und die Italienische Lira sind am 17.09.1992 aus dem Wechselkursmechanismus des EWS vorübergehend ausgeschieden. Die nachfolgende Tabelle zeigt, wie die bilateralen Leitkurse (Höchst- und Niedrigstkur-

9*

se) zwischen der Deutschen Mark und dem Britischen Pfund einen Tag vor dem Ausscheiden des Britischen Pfundes, am 16.09.1992, ausgesehen haben.

Tabelle 3

**Bilaterale Leitkurs, Höchst- und Niedrigskurse innerhalb des EWS
für Deutsche Mark/Britisches Pfund am 16.09.1992**

	Deutsche Mark/ Britisches Pfund
Höchstkurs	3,132 DM
Leitkurs	2,950 DM
Niedrigskurs	2,778 DM

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 5, Die Währungen der Welt, November 1992, S.50.

In der nachfolgenden Tabelle 4 wird auf einen Zeithorizont von einem Monat deutlich, wie sich die Währungsturbulenzen im EWS auf die Relation zwischen der Deutschen Mark und dem Britischen Pfund ausgewirkt haben. Im Vergleich zur Deutschen Mark wurde das Britische Pfund innerhalb eines Monats um mehr als 12 Prozent abgewertet. Die DM-US-Dollar-Wechselkursrelationen entwickelten sich nicht so dramatisch. Der US-Dollar verlor gegenüber der Deutschen Mark nur zirka zwei Prozent an Wert. Die jeweiligen Cross-Rates zwischen US-Dollar und Britischem Pfund zeigen, welche Gewinnaussichten einen Spekulanten erwarteten, der vor der Währungskrise Britische Pfund in US-Dollar tauschte und diese nach einem Monat wieder in Britische Pfund umwandelte.

Bei der ersten Beispiel-Rechnung (1. Fall), welche die Daten aus der Tabelle 4 verwendet, wird zunächst davon ausgegangen, daß die einzelnen Devisentransaktionen keiner Tobin-Steuer unterliegen.

Im ersten Fall (ohne Tobin-Steuer) kauft ein Spekulant, der in Britischen Pfund abrechnet, für 1 Milliarde Britische Pfund am 16.09.1992 US-Dollar. Er erhält am 16.09.1992 für seine Britischen Pfund insgesamt 1,859 Milliarden US-Dollar. Bei einer Anlage zu 5% Zinsen in den USA ergibt sich nach einem Monat der Betrag von 1,867 Milliarden US-Dollar. Nach einem Monat entschließt sich der Spekulant, diesen Dollarbetrag wieder in Britische Pfund zurückzutauschen. Dieser Verkauf von 1,867 Milliarden US-Dollar ergibt am 16.10.1992 den Betrag von 1,118 Milliarden Britischen Pfund. Hieraus errechnet sich am 16.10.1992 ein Gewinn ohne Tobin-Steuer allein durch Devisengeschäfte für den Spekulanten in Höhe von 118 Millionen Britische Pfund oder

DOI <https://doi.org/10.3790/978-3-428-49567-2>

289 Millionen Deutschen Mark. Die Ertragsrate auf ein Jahr hochgerechnet liegt in diesem Fall bei rund 281 Prozent.

Tabelle 4

**Kassa-Mittelkurse in Deutsche Mark / Britisches Pfund
am 16.09.1992 und am 16.10.1992**

Devisenkurse	16.09.1992	16.10.1992	Prozentuale Veränderung
Deutsche Mark / Britisches Pfund	2,778 DM	2,442 DM	+ 12,1 %
Deutsche Mark/US-Dollar	1,4936 DM	1,4623 DM	+ 2,1 %
Cross-Rate Britisches Pfund/US-Dollar	0,538 Pfund	0,599 Pfund	- 11,3 %

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 5, Die Währungen der Welt, November 1992, S.12-13 und eigene Berechnungen.

In der nächsten Beispiel-Rechnung (2. Fall) wird für den gleichen Zeitraum gezeigt, wie sich bei der Einführung einer Tobin-Steuer die Ertragsrate des Devisenspekulanten verändert. Die Tobin-Steuer (x) betrage ein Prozent. Der Zinssatz für eine festverzinsliche Anlage (r_i) in Großbritannien betrage 10%, in den USA (r_a) 5%.

Der Spekulant zahlt am 16.09.1992 auf den Betrag von einer Milliarde Britischen Pfund eine Tobin-Steuer von 10 Millionen Britischen Pfund. Es verbleibt ihm am 16.09.1992 der Anlagebetrag von 990 Millionen Britischen Pfund. In dieser Betragshöhe tätigt er einen Ankauf von US-Dollars. Dies entspricht zum Devisenkurs vom 16.09.1992 einem Betrag von 1,840 Milliarden US-Dollar. Bei einer einmonatigen festverzinslichen Anlage in den USA zu 5% ergibt sich der Betrag von 1,848 Milliarden US-Dollar. Auf diesen Betrag zahlt der Spekulant bei einem Rücktausch in Britische Pfund erneut die Tobin-Steuer von einem Prozent. Hieraus ergibt sich am 16.10.1992 ein Betrag von 18,5 Millionen US-Dollar. Dies entspricht zu diesem Zeitpunkt etwa 11,1 Millionen Britischen Pfund. Für das verbleibende Geldvermögen von 1,829 Milliarden US-Dollar erhält der Spekulant am 16.10.1992 den Betrag von 1,096 Milliarden Britischen Pfund. Trotz der zweifach angefallenen Tobin-Steuer verbleibt dem Spekulanten ein Gewinn gegenüber der festverzinslichen Anlage von 87,735 Millionen Britischen Pfund.

Die Ertragsrate beträgt in diesem Fall - mit Tobin-Steuer - hochgerechnet auf ein Jahr immer noch etwa 172 Prozent.

Die sich für die Beispiel-Rechnung aus der Tabelle 1 ergebende notwendige Ertragsrate r_a^* von 34,44 % p.a. einer Auslandsanlage bei einem Zeithorizont von einem Monat und einer Tobinsteuer von 1 Prozent bzw. r_i von 10 % war bei einer Dollar/Pfund-Anlage im September/Oktober 1992 mehr als gegeben. Für den Zeitraum 16.09.1992 - 16.10.1992 lag die Ertragsrate bei ca. 172 % p.a.

Durch die Tobin-Steuer wäre die Ertragsrate um 109 Prozentpunkte p.a. gesenkt worden. Ein potentieller Devisenspekulant wäre durch eine Tobin-Steuer nicht entmutigt worden.

Nachfolgend wird der Frage nachgegangen, wie sich die Ertragsrate für einen Devisenspekulanten bei einem Anlagehorizont von einer Woche mit und ohne Tobin-Steuer darstellt. Hierzu sind in Tabelle 5 die notwendigen Kassa-Mittelkurse und Cross-Rates dargestellt. Es wird wiederum ein Spekulant angenommen, der in Britischen Pfund abrechnet.

Tabelle 5

Kassa-Mittelkurse in Deutscher Mark am 16.09.1992 und am 24.09.1992

Devisenkurse	16.09.1992	24.09.1992	Prozentuale Veränderung
Deutsche Mark / Britisches Pfund	2,778 DM	2,552 DM	+ 8,1 %
Deutsche Mark/US-Dollar	1,4936 DM	1,4775 DM	+ 1,1 %
Cross-Rate Pfund/US-Dollar	0,538 Pfund	0,579 Pfund	- 7,6 %
Cross-Rate US-Dollar/Pfund	1,859 \$	1,727 \$	+ 7,1 %

Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 5, Die Währungen der Welt, November 1992, S.12-13 und eigene Berechnungen.

Die Tabelle 5 zeigt deutlich, wie sich das Wechselkursverhältnis des Britischen Pfunds gegenüber der Deutschen Mark und dem US-Dollar im Zeitraum vom 16.09.1992 bis zum 24.09.1992 verändert hat. Innerhalb einer Woche wurde das Britische Pfund gegenüber der Deutschen Mark um mehr als acht Prozent abgewertet; gegenüber dem US-Dollar lag die Abwertung bei etwa sieben Prozent. Bei einer Fortsetzung dieser Entwicklung hätte der US-Dollar gegenüber dem Britischen Pfund innerhalb eines Jahres eine Aufwertung um etwa 125 Prozent erfahren.

Ausgehend von den tatsächlichen Devisenkursveränderungen, wie in der Tabelle 5 dargestellt, werden die Ertragsraten für diesen Zeitraum bei einer Devisenspekulation in Britischen Pfund ohne Tobin-Steuer und danach mit Tobin-Steuer berechnet.

Bei der dritten Beispiel-Rechnung (3. Fall) wird, wie im 1. Fall, davon ausgegangen, daß keine Tobin-Steuer anfällt. Dies bedeutet, daß der Spekulant für eine Milliarde Britische Pfund am 16.09.1992 wiederum 1,859 Milliarden US-Dollar erhält. Im Unterschied zum ersten Fall betrage der Anlagehorizont jetzt jedoch nur noch eine Woche. Bei einer einwöchigen festverzinslichen Anlage zu 5 % (Zinsen in den USA) ergeben sich 1,861 Milliarden US-Dollar. Am 24.09.1992 entschließt sich der Spekulant, den Dollarbetrag wieder in Britische Pfund zu tauschen. Aus dem Verkauf von 1,861 Milliarden US-Dollar am 24.09.1992 erhält er insgesamt 1,077 Milliarden Britische Pfund. Der Gewinn ohne Tobin-Steuer aus diesem Devisengeschäft beläuft sich am 24.09.1992 auf 77,4 Millionen Britischen Pfund oder etwa 197,5 Millionen DM. Die Ertragsrate auf ein Jahr hochgerechnet liegt in diesem Fall bei ca. 4634 Prozent.

Auch für dieses Beispiel wird nun der Frage nachgegangen, wie sich die Ertragsrate für einen Devisenspekulanten bei der Einführung einer Tobin-Steuer verändert (4. Fall).

Die Tobin-Steuer (x) betrage wiederum ein Prozent. Entsprechend dem zweiten Fall betrage der Zinssatz für eine festverzinsliche Anlage (r_i) in Großbritannien ebenfalls 10% und in den USA (r_a) 5%. Der Spekulant wird mit einer Tobin-Steuer von 1% am 16.09.1992 zur Kasse gebeten. Es verbleibt ihm, wie im zweiten Fall, ein Anlagebetrag von 990 Millionen Britischen Pfund. Dies entspricht am 16.09.1992 einem Betrag von 1,840 Milliarden US-Dollar. Bei einer einwöchigen festverzinslichen Anlage in den USA zu 5% erhöht sich für den Anleger sein Geldvermögen auf insgesamt 1,842 Milliarden US-Dollar. Nach einer Woche wird dieser Betrag in Britische Pfund getauscht. Es fällt für diese Transaktion erneut die Tobin-Steuer an. Die Tobin-Steuer (1%) ergibt am 24.09.1992 den Betrag von 18,4 Millionen US-Dollar. Dies entspricht ungefähr 10,7 Millionen Britischen Pfund. Der verbleibende Dollarbetrag wird vom Spekulant am gleichen Tag in 1,056 Milliarden Britischen Pfund getauscht. Trotz der Einführung einer Tobin-Steuer würde dem Devisenspekulanten bei einem Spekulationshorizont von einer Woche ein Gewinn von zirka 56 Millionen Britischen Pfund verbleiben.

Die Ertragsrate würde zwar durch die Tobin-Steuer stark reduziert werden, läge aber immer noch bei „un glaublichen“ 1590 Prozent pro Jahr.

Die Ergebnisse der Berechnungen in den vier Fällen haben gezeigt, daß eine Tobin-Steuer von einem Prozent auf Devisentransaktionen einen Spekulant zum Höhepunkt der EWS-Krise im September/Oktober 1992 nicht davon abhalten hätte, gegen das Britische Pfund zu spekulieren. Die Wechselkurschwankungen in Wochen- bzw. Monatsfrist waren so stark, daß eine Tobin-Steuer nur zu einer Verringerung der Ertragsrate beim Devisenspekulanten beigetragen, ihn aber nicht von der Spekulation abgehalten hätte. Ist aus diesem Grund eine Tobin-Steuer generell als unwirksam anzusehen? Diese Frage kann verneint werden, wenn man in Erwägung zieht, daß eine Tobin-Steuer generell

zu einer Veränderung des Ertragskalküls bei ausländischen Kapitalanlagen führt. Von dieser Veränderung sind, wie gezeigt, kurzfristige Anlagen besonders stark betroffen.

Aus diesem Zusammenhang ergibt sich die hier interessierende Frage, ob die Tobin-Steuer im Rahmen des EWS II zu einer Stabilisierung der Devisenmärkte und Wechselkurse beitragen kann. Und wenn ja, welche Voraussetzungen das Wechselkurssystem dabei erfüllen müßte.

D. Tobin-Steuer und EWS II

Die EWS-Krise im Herbst 1992 war durch starke Wechselkursschwankungen innerhalb von ganz kurzen Zeiträumen gekennzeichnet. Die Beispiel-Rechnungen hierzu haben gezeigt, daß auch mit einer Tobin-Steuer enorme Renditen erzielt worden wären. Folglich wäre ein potentieller Spekulant kaum von einem Devisengeschäft abgehalten worden.

Dennoch kommt bei den Überlegungen zur Wirksamkeit einer Tobin-Steuer dem Ausmaß der jeweiligen Wechselkursschwankungen zwischen zwei Währungen entscheidende Bedeutung zu. Erst ab einer noch näher zu bestimmenden prozentualen Veränderung des Wechselkurses in Abhängigkeit von der jeweiligen Anlagedauer hat ein Spekulant die Gewinnschwelle erreicht. Diese Gewinnschwelle wird nachfolgend als Break-even-point der Tobin-Steuer bezeichnet. Bei der allgemeinen Bestimmung dieses Break-even-points wird davon ausgegangen, daß für einen Spekulanten das entscheidende Kriterium für Devisen-tauschgeschäft nicht die Ertragsrate (r_a^*) darstellt, welche er in anderen Währungen erzielen kann, sondern seine Gewinnerwartungen, die aus den Wechselkursänderungserwartungen resultieren. Bei einer Berücksichtigung dieses Ansatzes ergibt sich die benötigte Wechselkursänderung (w in %) in Abhängigkeit der Laufzeit (τ) aus der Gleichung (6). Die Wechselkursänderung muß mindestens so hoch sein, damit sie die Differenz zwischen inländischer und ausländischer Rendite – einschließlich Tobin-Steuer - kompensiert.

Aus diesem Zusammenhang ergibt sich folgender Ausdruck:

$$(9) \quad (1+w)^{\tau} - 1 = \frac{r_i + \frac{2x}{1-x}}{\tau}$$

Dieser Ausdruck nach w aufgelöst ergibt den Break-even-point der Tobin-Steuer:

$$(10) \quad w = \left(\frac{r_i + \frac{2x}{1-x}}{\frac{\tau}{1-x} + 1} \right)^{\tau} - 1$$

Ist die Schwankung des Wechselkurses größer oder gleich der errechneten Größe für w , dann ist für einen Spekulanten das Devisenspekulationsgeschäft lohnenswert.

Wie sich dieser Break-even-point der Tobinsteuer in Abhängigkeit der Laufzeit verändert, wird an zwei Rechenbeispielen deutlich. Setzt man im ersten Beispiel voraus, daß die Tobinsteuer (x) wiederum ein Prozent (0,01) beträgt und die Inlandsanlage einen Ertrag von 10 Prozent (0,1) pro Jahr erbringt, dann würde der einmonatige ($\tau = 1/12$) Break-even-point des Devisenspekulanten (unter Verwendung der Gleichung (10)) bei einer Wechselkursveränderung von 2,491% für einen Monat erreicht sein. Der einwöchige ($\tau = 1/52$) Break-even-point würde unter diesen Voraussetzungen bei einer Wechselkursveränderung von 1,484% für eine Woche liegen. Im gewählten Beispiel würde sich bei einem Anlagehorizont von einem Monat für einen Spekulanten erst bei einer erwarteten Wechselkursschwankung von größer 2,496 Prozent eine positive Ertragsrate ergeben; innerhalb einer Woche müßte die Wechselkursschwankung größer als 1,495 Prozent sein.

Aus den Berechnungen zum Break-even-point wird deutlich, daß eine Tobin-Steuer zur Stabilisierung der Wechselkurse in einem Währungssystem beitragen kann. Ein Devisenspekulationsgeschäft ist ein Risikogeschäft. Die Risikobereitschaft eines Spekulanten würde mit der Einführung einer Tobin-Steuer sinken. Die Tobin-Steuer würde in diesem Zusammenhang eine Spekulationshürde darstellen, die sich nur für den Spekulanten zu erklimmen lohnt, wenn er von hohen Wechselkursschwankungen ausgeht. Die Tobin-Steuer reduziert die Ertragsrate bei Währungsspekulationsgeschäften und würde dadurch zu einer Beruhigung der Devisenmärkte führen. Dieser Aspekt könnte bei der Bandbreitenwahl in einem Währungssystem von Interesse sein. Im Rahmen der Gestaltung für das EWS II könnte eine enge Bandbreite von beispielsweise +/- 2,25% für die einzelnen Wechselkurse bei einer gleichzeitigen Erhebung einer Tobin-Steuer die Spekulation in diesem Währungssystem reduzieren. Mit diesen Maßnahmen wäre die Gefahr einer Währungskrise im EWS II nach dem Muster der Krise im Herbst 1992 nicht ausgeschlossen, aber erheblich gemindert.

Literaturverzeichnis

- Duijon, Bernhard / Herz, Bernhard*: Das EWS II – ein europäisches System à la Bretton Woods?, Wirtschaftsdienst 1996/V, S. 233-239.
- Jarchow, Hans-Joachim*: Zum Post-EWS-System, Wirtschaftsdienst 1996/X, S. 526-529.
- Menkhoff, Lukas / Michaelis, Jochen*: Ist die Tobin-Steuer wirklich „tot“?, Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften, Band 46/1995, S. 33-54.
- Steuern zur Begrenzung unerwünschter Währungsspekulationen, in: Aussenwirtschaft, 50. Jahrgang (1995), Heft III, S. 443-462.
- Tobin, James*: A Proposal for International Monetary Reform, in: Eastern Economic Journal 4 (July-October), 1978, S. 153-159.
- A Proposal for International Monetary Reform, in: Essays in Economics, Theory and Policy, Cambridge Massachusetts 1982, S. 488-494.
 - Prologue, in: The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility, Hrsg. von Mahub ul Haq, Inge Kaul und Isabelle Grunberg, New York 1996, S. ix-xviii.
 - The New Economics One Decade Older, in: The Eliot Janeway Lectures on Historical Economics in Honour of Joseph Schumpeter 1972, Princeton 1974.

Geldschöpfungsgewinne in einer Europäischen Währungsunion

Von Florian Nolte

A. Einführung

Staatlicher Geldschöpfungsgewinn oder Seigniorage ist der reale Ertrag des Staates bzw. seiner Notenbank aus dem Geldschöpfungsmonopol auf Basisgeld (Bargeld zuzüglich Einlagen bei der Zentralbank). Er stellt eine öffentliche Einnahme dar, die, ebenso wie z.B. eine Steuereinnahme, zur Finanzierung öffentlicher Ausgaben verwendet werden kann. Daher besteht für jede Regierung ein grundsätzliches Interesse, auf die Höhe und den zeitlichen Anfall des Geldschöpfungsgewinnes Einfluß zu nehmen.

Zur Zeit entstehen in der Europäischen Union Geldschöpfungsgewinne ausschließlich bei den nationalen Zentralbanken. Durch die Realisierung der Europäischen Währungsunion verlieren die Zentralbanken der teilnehmenden Länder ihre geldpolitische Autonomie. Der Geldschöpfungsgewinn fließt vielmehr ausschließlich der Europäischen Zentralbank (EZB) zu. Die Mitgliedsländer erhalten ihren Anteil im Rahmen der Gewinnausschüttung der EZB nach einem im Vertrag von Maastricht festgelegten Verteilungsschlüssel.

Es stellt sich daher die Frage, welche einzelstaatlichen Einbußen und Zugewinne durch eine Europäische Währungsunion zu erwarten sind. Hierzu werden im folgenden exemplarisch die Kernstaaten Deutschland und Frankreich sowie die südeuropäischen Länder Portugal und Griechenland vor dem Hintergrund eines langfristigen Szenarios analysiert.¹ Dabei wird davon ausgegangen, daß alle derzeitigen Mitgliedsländer der Europäischen Union an der Währungsunion teilnehmen.²

Nach der Darstellung des verwendeten Meßkonzepts wird zunächst untersucht, in welchem Ausmaß Geldschöpfungsgewinne in den genannten Ländern

¹ Für eine umfangreiche Untersuchung aller 15 EU-Mitgliedsländer vgl. Lange, C./Nolte, F. (1997).

² Ein derartiges Szenario wird beispielsweise auch von Sinn und Feist unterstellt und als „All-Inclusive-Szenario“ bezeichnet. Vgl. Sinn, H.-W./Feist, H. (1997), S. 8.

seit 1980 generiert wurden. Abschnitt D prognostiziert den Seigniorage der EZB mittels verschiedener Szenarien über die Preisniveaumentwicklung. Auf der Grundlage dieser Ergebnisse und unter Einbeziehung des Gewinnverteilungsschlüssels des Maastrichter Vertrages werden die prognostizierten Geldschöpfungsgewinne denen der Vergangenheit gegenübergestellt. Es wird sich zeigen, daß Anpassungslasten vor allem von den südeuropäischen Ländern zu tragen sind.

B. Zum verwendeten Meßkonzept

Zur Ermittlung von Geldschöpfungsgewinnen existieren verschiedene Konzepte. Für eine mittel- oder langfristige Analyse erscheint allerdings der Opportunitätskosten-Seigniorage³ am geeignetsten, da dieser nicht auf periodische Veränderungen, sondern auf den Gesamtbestand an Basisgeld abstellt und somit weniger stark von kurzfristigen geldpolitischen Impulsen beeinflusst wird. Daher wird dieses Konzept im folgenden verwendet.⁴

Der Opportunitätskosten-Seigniorage stellt in den Vordergrund, daß sich die Kreditinstitute und über sie die privaten Haushalte Basisgeld im wesentlichen nur über verzinsliche Kredite bei der Zentralbank beschaffen können. Da diese andererseits das Bargeld und die Zentralbankeinlagen in der Regel nicht verzinst, steht dem aus der Kreditvergabe resultierenden Zinsertrag kein Zinsaufwand gegenüber. Als Differenz entsteht der Geldschöpfungsgewinn. Das Opportunitätskostenkonzept erfaßt diesen Gewinn, sobald der Zentralbank aus der Geldschöpfung der Vergangenheit Zinserträge entstehen bzw. entstehen könnten.⁵ Der Opportunitätskosten-Seigniorage entspricht dem realen Zinsertrag, der durch Anlage der gesamten Basisgeldmenge (M_t) zum Marktzins (i_t) potentiell erzielbar wäre.⁶ Wird der Opportunitätskosten-Seigniorage, um internationale Vergleiche zu ermöglichen, als Anteil am realen Bruttoinlandsprodukt $\left(\frac{Y_t}{P_t}\right)$ ausgewiesen, so ergibt sich folgender Ansatz:

³ Daneben finden vor allem der monetäre und der fiskalische Seigniorage Verwendung. Vgl. z.B. Klein, M./Neumann, M.J.M. (1990), S. 209ff. sowie Lange, C. (1995), S. 23ff.

⁴ Da der Opportunitätskosten-Seigniorage als Bruttokonzept formuliert ist, bleiben die Kosten der Geldschöpfung unberücksichtigt. Sie sind vielmehr aus dem entstandenen Geldschöpfungsgewinn zu decken.

⁵ Inwieweit die Zentralbank die Geldbasis tatsächlich zum Marktzins anlegt oder ob sie stattdessen subventionierte Kredite vergibt, ist für die Höhe des Geldschöpfungsgewinnes nicht relevant.

⁶ Vgl. Klein, M./Neumann, M.J.M. (1990), S. 209f.

$$(1) \quad S_t^{opp} = \frac{i_t \cdot M_t}{P_t} \frac{P_t}{Y_t} = \frac{i_t \cdot M_t}{Y_t}$$

C. Geldschöpfungsgewinne in der Europäischen Union seit 1980

Um die Konsequenzen einer Europäischen Währungsunion für die Seignioragefinanzierung der Mitgliedsländer beurteilen zu können, müssen Aussagen darüber abgeleitet werden, in welchem Ausmaß in der Vergangenheit auf Geldschöpfungsgewinne zurückgegriffen wurde. Dazu wurde der Opportunitätskosten-Seigniorage der einzelnen Länder für die Jahre 1980 - 1996 gemäß Gleichung (1) ermittelt. Die benötigten Daten für die monetäre Basis, für das nominale Bruttoinlandsprodukt (BIP) sowie für den jeweiligen Marktzinssatz wurden den *International Financial Statistics* des Internationalen Währungsfonds entnommen.⁷ Dabei war die Auswahl eines geeigneten Marktzinssatzes nicht unproblematisch.⁸ Es wurde, um den Charakter der Geldschöpfungsgewinne als Staatseinnahmen zu verdeutlichen, ein Zinssatz für langfristige Staatspapiere gewählt. Dies impliziert, „... that the alternative to printing money is to issue long term debt.“⁹

Die auf dieser Grundlage ermittelten Ergebnisse werden in Abbildung 1 wiedergegeben. Tabelle 1 enthält die entsprechenden Durchschnittswerte für die letzten fünf Jahre bzw. den gesamten Untersuchungszeitraum.

Abbildung 1 zeigt, daß zwischen den Gruppen Deutschland / Frankreich sowie Griechenland / Portugal signifikante Unterschiede in der Seignioragegenerierung bestehen. Die südeuropäischen Länder haben die Einnahmen aus der Geldschöpfung in umfangreichem Maße zur Finanzierung ihres Staatsbudgets genutzt. Der durchschnittliche Opportunitätskosten-Seigniorage betrug im gesamten Untersuchungszeitraum sowohl in Griechenland als auch in Portugal deutlich über drei Prozent des BIP, wobei sich für Portugal allerdings in den letzten fünf Jahren eine abnehmende Tendenz konstatieren läßt. Ein durchschnittlicher Geldschöpfungsgewinn von 2,56 % spiegelt die Bemühungen

⁷ Vgl. Internationaler Währungsfonds (versch. Jg.), Linie 14 („Reserve Money“), Linie 99b sowie Linie 99b.c („Gross Domestic Product“) sowie Linie 61 („Government Bond Yield“; für Griechenland ist die Linie 61 nicht verfügbar. Daher wurde das arithmetische Mittel der Linien 60c, 60l und 60p verwendet.)

⁸ Den Einfluß, den unterschiedliche Marktzinssätze auf den Opportunitätskosten-Seigniorage haben können, zeigt Lange am Beispiel Deutschlands. Vgl. Lange, C. (1995), S. 82ff.

⁹ Gros, D. (1989), S. 2.

Portugals im Hinblick auf die Teilnahme an einer Währungsunion wider (Tabelle 1).

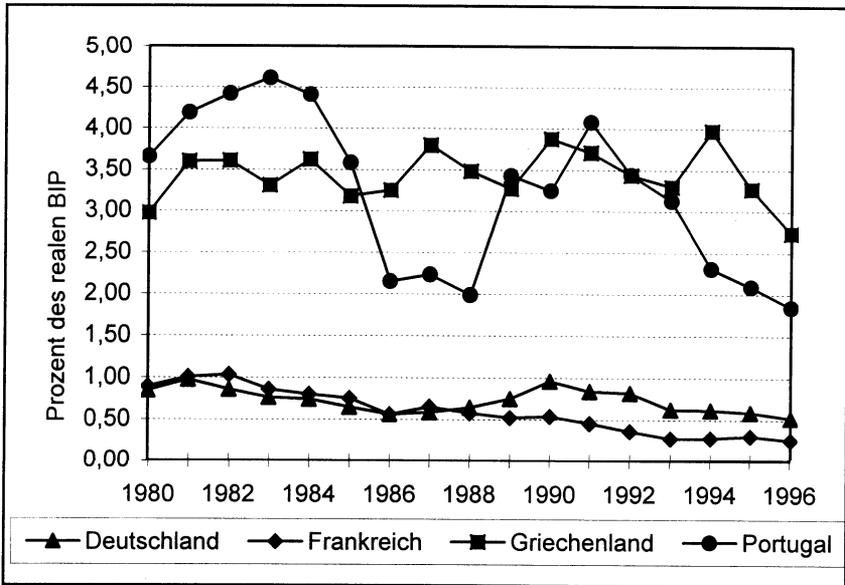


Abbildung 1: Geldschöpfungsgewinne in der Europäischen Union

Tabelle 1

Durchschnittliche Geldschöpfungsgewinne in der Europäischen Union*

	GR	P	D	F
1992 - 1996	3,34%	2,56%	0,63%	0,30%
1980 - 1996	3,44%	3,23%	0,73%	0,60%

* Als Anteil am realen BIP

Im Vergleich zu den südeuropäischen Ländern hat der Opportunitätskosten-Seignorage für Frankreich und Deutschland keine bedeutende Rolle gespielt. Allein in Frankreich wurde die Ein-Prozent-Marke 1981 und 1982 geringfügig überschritten, ansonsten lagen die Ergebnisse immer darunter. In den letzten fünf Jahren betrug der Opportunitätskosten-Seignorage sogar stets weniger als 0,40 % des realen BIP bei einem Durchschnitt von 0,30 %. Auch in Deutschland lag der Opportunitätskosten-Seignorage deutlich unter den Werten von Griechenland und Portugal, was Durchschnittswerte von 0,73 % für den Ge-

samtzeitraum und 0,63 % für die letzten fünf Jahre bestätigen. Es fällt allerdings auf, daß der Geldschöpfungsgewinn in den neunziger Jahren regelmäßig den doppelten Wert Frankreichs angenommen hat.

D. Prognose der Geldschöpfungsgewinne in einer Europäischen Währungsunion

Im vorherigen Abschnitt wurde aufgezeigt, in welchem Umfang Seigniorage-einnahmen in ausgewählten Ländern Europas in der Vergangenheit generiert wurden. In diesem Abschnitt sollen diese Ergebnisse den Geldschöpfungsgewinnen nach Realisierung einer Europäischen Währungsunion gegenübergestellt werden, um darzulegen, welche Einbußen bzw. Zugewinne für einzelne Mitgliedsländer zu erwarten sind. Dabei wird ein langfristiges Szenario unterstellt, d.h es wird davon ausgegangen, daß alle 15 gegenwärtigen Mitgliedsstaaten der Europäischen Union an der Währungsunion teilnehmen.

In einer Europäischen Währungsunion fließen die Einnahmen aus der Geldschöpfung zunächst der EZB zu. Die einzelnen Mitgliedsstaaten erhalten hieran Anteile im Rahmen der Gewinnausschüttung der EZB. Daher kann der Seigniorage zunächst nur für die Währungsunion insgesamt ermittelt werden. Dieser Betrag ist dann gemäß der Gewinnverteilungsregel des Maastrichter Vertrages auf die Mitgliedsländer aufzuteilen.

E. Geldschöpfungsgewinn der EZB

Um den Opportunitätskosten-Seigniorage in Relation zum BIP zu ermitteln, müssen dessen Determinanten gemäß Gleichung (1) prognostiziert werden. Da sich die Geldbasis (M_t) aus dem Bargeldumlauf (BG_t) und den von den Kreditinstituten bei der Zentralbank gehaltenen Reserven (R_t) zusammensetzt und letztere dem Produkt aus dem durchschnittlichen Reservesatz (r) und den bei den Banken gehaltenen Depositen (D_t) entsprechen, kann Gleichung (1) wie folgt geschrieben werden:

$$(2) \quad S_t^{opp} = \frac{i_t (BG_t + R_t)}{Y_t} = \frac{i_t (BG_t + r D_t)}{Y_t}$$

Geht man der Quantitätstheorie folgend von einem proportionalen Zusammenhang zwischen Bargeld- bzw. Depositennachfrage und nominalem BIP aus, so können in Gleichung (2) der Bargeldumlauf und die bei den Banken gehaltenen

nen Depositen durch das Produkt aus dem jeweiligen Kassenhaltungskoeffizienten und dem nominalen BIP ($k_1 Y_t$ bzw. $k_2 Y_t$) ersetzt werden:

$$(3) \quad S_t^{opp} = \frac{i_t (k_1 Y_t + r k_2 Y_t)}{Y_t} = i_t (k_1 + r k_2)$$

Um die Gleichung (3) für die Prognose der zukünftigen Geldschöpfungsgewinne nutzen zu können, sind somit Annahmen über den Reservesatz, die Kassenhaltungskoeffizienten sowie den Opportunitätszins erforderlich.

Der durchschnittliche *Reservesatz* bestimmt sich danach, inwieweit Kreditinstitute in einer Währungsunion Zentralbankeinlagen in Form von Mindest- bzw. Überschußreserven halten werden. Die Mindestreservehaltung ist im Zuge der Liberalisierung des Kapitalverkehrs sowie des zunehmenden Wettbewerbs zwischen Finanzplätzen deutlich gesunken und die Überschußreservehaltung kann zur Zeit vernachlässigt werden. Insofern erscheint ein Reservesatz von zwei Prozent angemessen und realistisch. Mit einem Absinken deutlich unter dieses Niveau ist selbst bei völligem Verzicht auf das Instrument der Mindestreserve nicht zu rechnen. Vielmehr ist zu erwarten, daß die Kreditinstitute weiterhin Zentralbankguthaben als Working Balances verwenden und somit Überschußreserven an Stelle von Mindestreserven halten werden.

Bezüglich der *Kassenhaltungskoeffizienten* für Bargeld (k_1) bzw. Depositen (k_2) wird davon ausgegangen, daß sie sich durch eine Europäische Währungsunion nicht signifikant verändern werden. Deshalb werden die durchschnittlichen Kassenhaltungskoeffizienten der Jahre 1992 bis 1996 der einzelnen Länder mit deren jeweiligem Anteil am BIP der Europäischen Union gewichtet und anschließend zu den entsprechenden Kassenhaltungskoeffizienten der Europäischen Union aufsummiert.¹⁰ Es ergeben sich folgende Werte:

$$k_1 = 0,05 \quad k_2 = 0,66$$

Als *Opportunitätszins* i_t wird ein langfristiger Nominalzins verwendet. Gemäß der Fisher-Hypothese setzt sich dieser aus dem Realzins sowie der Inflationsrate zusammen.¹¹ Unterschiedliche Realzinsen sind in einer Währungsunion nicht oder nur in geringem Ausmaß zu erwarten. Es ist vielmehr davon auszu-

¹⁰ Vgl. Internationaler Währungsfonds (versch. Jg.), Linie 14a („Currency outside Deposit Money Banks“), Linie 24 („Demand Deposits“), Linie 25 („Time and Savings Deposits“) sowie Linie 99b/99b.c („Gross Domestic Product“).

¹¹ Es gilt: $i_t = \rho + \hat{P}_t + \rho \hat{P}_t$ mit ρ = Realzins und $\hat{P}_t = \hat{P}_t^e$.

gehen, daß die Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen, welche durch den Realzins reflektiert wird, auf einem gemeinsamen Markt nur geringfügige Unterschiede aufweisen wird. Für die weitere Analyse wird daher ein Realzins von vier Prozent verwendet.

Bei der Preisniveauentwicklung lassen sich zwei grundsätzliche Positionen unterscheiden. Zum einen wird die Auffassung vertreten, eine einheitliche Geldpolitik führe zu erhöhter Stabilität und demzufolge wäre eine geringere Inflationsrate zu erwarten (*Stabilitätsgemeinschaft*).¹² Zum anderen wird behauptet, in einer Währungsunion entfalle der Anreiz zu einer stabilitätsorientierten Politik, wodurch es zwangsläufig zu einer höheren Inflationsrate komme (*Inflationsgemeinschaft*).¹³ Aufgrund dieser nicht eindeutigen Erwartungen werden drei Szenarien betrachtet. Das erste Szenario unterstellt die Realisierung einer *Stabilitätsgemeinschaft* mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2 % pro Jahr. Alternativ wird das Szenario einer *Inflationsgemeinschaft* analysiert. Die hierfür verwendete jährliche Preissteigerungsrate von 7 % entspricht näherungsweise dem EU-Durchschnitt der achtziger Jahre.¹⁴ Drittens wird eine Kompromißlösung mit einer Inflationsrate von 4 % untersucht.

Mit den prognostizierten Daten lassen sich drei Szenarien für den Geldschöpfungsgewinn darstellen (vgl. Tabelle 2). Es zeigt sich, daß selbst im Szenario der *Inflationsgemeinschaft* ein Geldschöpfungsgewinn von mehr als 0,71 % des realen BIP nicht mehr erzielbar ist. Die prognostizierten Werte ähneln vielmehr denen, die in Deutschland und Frankreich in der Vergangenheit tatsächlich realisiert wurden. Schlußfolgerungen für einzelne Länder können allerdings erst unter Berücksichtigung der Gewinnausschüttungsregeln der EZB gezogen werden.

Tabelle 2
Geldschöpfungsgewinn der EZB*

$\hat{P} = 2\%$	$\hat{P} = 4\%$	$\hat{P} = 7\%$
0,38%	0,52%	0,71%

* Als Anteil am realen BIP

¹² Vgl. Gros, D. (1989), S. 8 sowie Gros, D./Vandille, G. (1995), S. 179.

¹³ Vgl. hierzu Scheide, J./Solveen, R. (1997), S. 12ff.

¹⁴ Vgl. OECD (1997), S. A17.

F. Geldschöpfungsgewinne der Mitgliedsländer

In der Europäischen Währungsunion soll die Gewinnausschüttung gemäß der eingezahlten Kapitalanteile erfolgen. Den Schlüssel für die Kapitalzeichnung bestimmt Artikel 29 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der EZB. Hiernach erhält jede nationale Zentralbank einen Kapitalanteil, der mit gleicher Gewichtung dem Anteil des entsprechenden Landes an der Bevölkerung sowie am BIP der Europäischen Union entspricht. Bei den Bevölkerungsanteilen sind die des vorletzten Jahres vor der Errichtung des ESZB zugrunde zu legen. Die Anteile am BIP sind aus dem Durchschnitt der fünf Jahre vor dem vorletzten Jahr vor der Errichtung des ESZB zu ermitteln. Unter der Annahme, daß das ESZB im Jahr 1998 errichtet wird,¹⁵ sind die Daten für die Bevölkerung des Jahres 1996 und die des BIP der Jahre 1991 - 1995 relevant. Für die hier betrachteten Länder ergibt sich der in Tab. 3 dargestellte Verteilungsschlüssel.¹⁶

Tabelle 3
Gewinnverteilungsschlüssel der EZB

	GR	P	D	F
Bevölkerungsanteil in %	2,81	2,64	21,96	15,63
BIP-Anteil in %	1,32	1,15	26,99	17,83
Gewinnverteilung in %	2,07	1,90	24,48	16,73

Die Geldschöpfungsgewinne eines Mitgliedlandes als Anteil am BIP können nun berechnet werden, indem die Werte der Szenarien in Tabelle 2 für jedes Land mit dem Gewinnverteilungsschlüssel gemäß Tabelle 3 multipliziert und durch den Anteil dieses Landes am BIP der Europäischen Union dividiert werden. Auf diese Weise errechnet sich für jedes Szenario und jedes Land der Opportunitätskosten-Seigniorage als Anteil am BIP. Werden hiervon jeweils die durchschnittlichen Ergebnisse der Jahre 1992 - 1996, wie sie in Tabelle 1 dargestellt sind, subtrahiert, so ergeben sich die zu erwartenden Einbußen und Zugewinne (Tabelle 4).

¹⁵ Artikel 109 I des Vertrages über die Europäische Union bestimmt, daß die Errichtung des ESZB unmittelbar nach Beschlußfassung über den Zeitpunkt für den Beginn der dritten Stufe bzw. unmittelbar nach dem 1. Juli 1998 erfolgt.

¹⁶ Es wird davon ausgegangen, daß die Kapitalanteile voll eingezahlt sind. Die Anteile am BIP sind auf ECU-Basis ermittelt. Vgl. Internationaler Währungsfonds (versch. Jg.), Linie 99b/99b.c („Gross Domestic Product“) bzw. Linie ea („ECU-Rate“). Für die Bevölkerungszahlen vgl. Statistisches Bundesamt (1998).

Deutschland wird gemäß diesen Ergebnissen Änderungen des Seigniorage erfahren, die sich zwischen einem Verlust von 0,29 % bei Realisierung einer *Stabilitätsgemeinschaft* und einem Zugewinn von 0,01 % im Falle einer *Inflationsgemeinschaft* bewegen. Frankreich hat hingegen in allen drei Szenarien Mehreinnahmen zwischen 0,06 % und 0,37 % zu erwarten. In diesen Werten kommt zum Ausdruck, daß Frankreich in der Vergangenheit sehr niedrige Geldschöpfungsgewinne aufwies und die monetäre Basis in den neunziger Jahren tendenziell sogar gesunken ist.

Tabelle 4

Änderung des Geldschöpfungsgewinns durch die Teilnahme an der Europäischen Währungsunion*

	GR	P	D	F
$\hat{P} = 2 \%$	-2,74%	-1,93%	-0,29%	0,06%
$\hat{P} = 4 \%$	-2,54%	-1,71%	-0,17%	0,19%
$\hat{P} = 7 \%$	-2,23%	-1,38%	0,01%	0,37%

* Als Anteil am realen BIP

Weitaus auffälliger sind die prognostizierten Mindereinnahmen Griechenlands und Portugals. Während Portugal mit Einbußen zwischen 1,38 % und 1,93 % des realen BIP zu rechnen hat, sind für Griechenland sogar zwischen 2,23 % und 2,74 % zu erwarten. Es ist evident, daß beide Staaten noch Anpassungen für die Teilnahme an einer Europäischen Währungsunion vornehmen müssen, und daß die Einbußen beim Geldschöpfungsgewinn deutliche Budgetwirkungen nach sich ziehen werden.

Im Unterschied zu den hier vorgestellten Ergebnissen kommen ähnliche Analysen zu abweichenden Resultaten, indem sie den Anteil eines Landes an der Geldbasis der Europäischen Union mit dem Anteil dieses Landes an den EZB-Gewinnen vergleichen.¹⁷ Ist der Anteil, den ein Land zur Geldbasis der EZB leistet, kleiner als dessen Anteil am Gewinn, so wird dieses Land als Euro-Gewinner klassifiziert, im umgekehrten Fall als Euro-Verlierer. Hiernach erleidet Deutschland die größten Seigniorageeinbußen, wohingegen Griechenland und Portugal, insbesondere aber Frankreich Zugewinne realisieren. Die Zugewinne Frankreichs konnten auch in dieser Untersuchung bestätigt werden. Für Griechenland und Portugal gilt aber, daß der positive Geldbasiseffekt durch einen Rückgang des Opportunitätszinses mehr als kompensiert wird, so daß sich

¹⁷ Vgl. Central Banking (1996) sowie Sinn, H.-W./Feist, H. (1997).

insgesamt die oben beschriebenen Verluste einstellen. Erst unter Berücksichtigung beider Einflüsse lassen sich daher die Einbußen und Zugewinne beim Geldschöpfungsgewinn ermitteln.

G. Wirtschaftspolitische Implikationen

Die in Tabelle 4 dargestellten Ergebnisse weisen für Deutschland und Frankreich nur geringe Seigniorageänderungen aus. Dies darf nicht darüber hinwegtäuschen, daß hinter diesen Quoten z.T. erhebliche absolute Beträge stehen. So beträgt für Deutschland unter Berücksichtigung des BIP von 1996 im Falle einer *Stabilitätsgemeinschaft* die jährliche Einbuße 10,3 Mrd. DM. Für den Fall einer *Inflationsgemeinschaft* sind hingegen Zugewinne von etwa 350 Mio. DM möglich. Bei der Frage der Tragbarkeit von Seigniorageeinbußen dürfen jedoch nicht die absoluten Werte betrachtet werden. Vielmehr ist die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit der jeweiligen Mitgliedsländer zu berücksichtigen und daher auf die Anteile der Seigniorageeinbußen am BIP abzustellen.

Vor dem Hintergrund der Einbußen gemäß Tabelle 4 ist nun zu fragen, welche Möglichkeiten für Länder wie Griechenland und Portugal existieren, um die verminderten Einnahmen aus der Geldschöpfung zu kompensieren. Ein möglicher Ansatzpunkt wäre eine Erhöhung der Steuereinnahmen, wobei allerdings zu beachten ist, daß dieser Politik mit zunehmender Liberalisierung der Märkte und dem daraus resultierenden Steuerwettbewerb immer engere Grenzen gesetzt werden. Alternativ könnten sich Länder wie Griechenland und Portugal stärker als bisher verschulden. Gegen diese Möglichkeit ist gerade im Hinblick auf die Maastricht-Kriterien einzuwenden, daß in der Regel ein Abbau der Verschuldung notwendig ist. Weiterhin besteht noch die Möglichkeit einer Staatsausgabensenkung, wobei es jedoch fraglich scheint, ob Einsparungen in dieser Höhe allein durch Ausgabensenkungen realisiert werden können.

Sollte es einem Land nicht oder nur unter Inkaufnahme unakzeptabel hoher Anpassungskosten möglich sein, die aus einer Währungsunion resultierenden Seigniorageeinbußen zu kompensieren, so bliebe als letzter Schritt der Verzicht auf die Teilnahme an der Währungsunion. Damit wäre es weiterhin möglich, eine autonome Geldpolitik zu betreiben und die Einnahmen aus der Geldschöpfung in eigener Verantwortung zu steuern. Es darf aber nicht übersehen werden, daß die Entwicklung der Geldschöpfungsgewinne nur einen Aspekt bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit einer Währungsunion darstellt. Die Nichtteilnahme bedeutet beispielsweise auch, daß Transaktionen mit den anderen Ländern der Europäischen Union wieder einem Wechselkursrisiko unterliegen. Die Entscheidung für oder gegen eine Teilnahme an einer Währungsunion sollte daher immer alle Konsequenzen berücksichtigen. Für den speziellen Fall Griechenlands empfehlen z.B. Alogoskoufis und Christodoulakis die Teilnahme an

der Europäischen Währungsunion mit dem Hinweis: „The seigniorage revenue loss (...) appears to us a small price to pay for the credibility and other gains that would be associated with a more stable monetary policy.“¹⁸

Die dargestellten Probleme werden vermutlich keine Einzelfälle bleiben. Sie lassen sich vielmehr in gleicher Weise auf zukünftige EU-Mitglieder und damit auch potentielle spätere Teilnehmer an einer Europäischen Währungsunion übertragen. Hier sind insbesondere Polen, Slowenien, Tschechien und Ungarn zu nennen, mit denen die ersten Verhandlungen über eine Mitgliedschaft in der Europäischen Union aufgenommen werden. Aufgrund der immer noch hohen Inflationsraten dieser Länder ist davon auszugehen, daß die für die Teilnahme an einer Währungsunion ohnehin zu leistenden ökonomischen Anstrengungen durch Seigniorageeinbußen weiter erschwert werden.

H. Fazit

Die Untersuchung hat gezeigt, daß die aus einer Europäischen Währungsunion resultierenden Mindereinnahmen aus der Geldschöpfung für die betroffenen Länder ein beachtliches Problem darstellen. Einbußen in der Größenordnung von zwei bis drei Prozent des BIP lassen es insbesondere unter Berücksichtigung der Fiskalkriterien des Vertrages von Maastricht fraglich erscheinen, ob eine Kompensation allein durch Steuermehreinnahmen oder Ausgabeneinsparungen möglich ist.

Dies bedeutet aber nicht, daß aufgrund verminderter Geldschöpfungseinnahmen auf die Teilnahme an der Europäischen Währungsunion verzichtet werden muß. Vielmehr sollte nach Maßnahmen gesucht werden, die die Anpassungslasten vergleichsweise finanzschwacher Ländern verringern. Zeitlich befristete und an Anpassungsfortschritte gebundene zwischenstaatliche Transferzahlungen könnten hier einen ersten Ansatzpunkt bieten. Die hierzu erforderliche Solidarbereitschaft der anderen Teilnehmerstaaten sollte bis zu einem bestimmten Grad vorhanden sein.¹⁹

¹⁸ Alogoskoufis, G.S./Christodoulakis, N. (1991), S. 266.

¹⁹ Padoa-Schioppa vertritt in diesem Zusammenhang sogar die Auffassung, daß eine Währungsunion ihrem Wesen nach einen Vertrag impliziert, bei dem an die Stelle des Rechts auf souveräne Anpassung der Wechselkurse budgetäre Mechanismen einer zwischenregionalen oder zwischenstaatlichen Solidarität treten. Vgl. Padoa-Schioppa, T. (1988), S. 89.

Literaturverzeichnis

- Alogoskoufis, G.S./Christodoulakis, N.* (1991): Fiscal Deficits, Seigniorage, and External Debt: The Case of Greece, in: *Alogoskoufis, G.S./Papademos, L./Portes, R.* (Hrsg.): *External Constraints on Macroeconomic Policy: The European Experience*, Cambridge et al. 1991, S. 264 - 301.
- Central Banking (1996): The Winners and Losers from EMU, in: *Central Banking*, Vol. VII, No. 2, 1996, S. 6 - 10.
- Gros, D.* (1989): Seigniorage in the EC: The Implications of the EMS and Financial Market Integration, IMF Working Paper Nr. 7, 1989.
- Gros, D./Vandille, G.* (1995): Seigniorage and EMU: The Fiscal Implications of Price Stability and Financial Market Integration, in: *Journal of Common Market Studies*, Vol. 33, 1995, S. 175 - 196.
- Internationaler Währungsfonds (Hrsg.) (versch. Jg.): *International Financial Statistics*, Washington D.C., versch. Jg.
- Klein, M./Neumann, M.J.M.* (1990): Seigniorage: What is it and Who Gets it?, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 126, 1990, S. 205 - 221.
- Lange, C.* (1995): *Seigniorage. Eine theoretische und empirische Analyse des staatlichen Geldschöpfungsgewinnes*, Berlin 1995.
- Lange, C./Nolte, F.* (1997): *Geldschöpfungsgewinne in einer Europäischen Währungsunion*, Diskussionspapier Nr. 205 des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der Universität Hannover, Hannover 1997.
- OECD (Hrsg.) (1997): *OECD Economic Outlook No. 62*, Paris 1997.
- Padoa-Schioppa, T.* (Hrsg.) (1988): *Effizienz, Stabilität und Verteilungsgerechtigkeit. Eine Entwicklungsstrategie für das Wirtschaftssystem der Europäischen Gemeinschaft*, Wiesbaden 1988.
- Scheide, J./Solveen, R.* (1997): *Auf dem Weg zum Euro - Szenarien für Zinsen, Wechselkurse und Konjunktur*, Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 297, Kiel 1997.
- Sinn, H.-W./Feist, H.* (1997): *Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seigniorage Wealth in EMU*, CES Working Paper Series, Working Paper No. 134, München 1997.
- Statistisches Bundesamt (1998): *Eurostat Data Shop, Auslandsstatistische Daten*, <http://www.statistik-bund.de/aus/d/ausl1ae1.htm> vom 16.01.98.

Neuronale Netze zur Optimierung zinselastischer Geldangebotsfunktionen

Von Carsten Lange

A. Einleitung

Spätestens am 1.1.1999, wenn die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Tätigkeit aufnimmt, steht die Entscheidung über die zu verfolgende Geldpolitik an. Aus heutiger Sicht ist es schwer zu beurteilen, ob die EZB wie die Deutsche Bundesbank ihre Geldpolitik an einem vorab verkündeten Geldmengenziel orientieren wird.¹ Sollte dies aber der Fall sein, stellt sich die Frage, ob und inwieweit die EZB bei unerwarteten Störungen im realen oder monetären Bereich der Wirtschaft bereit ist, von ihrem selbst gesetzten Ziel abzuweichen.

Die Deutsche Bundesbank ist seit der Verfolgung des Geldmengenziels immer wieder bereit gewesen, auf unerwartete Störungen flexibel zu reagieren,² selbst wenn dadurch das vorgegebene Ziel häufig verletzt wurde.³ Auf diese Weise konnte sie in den meisten Fällen durch externe Störungen verursachte Zinsschwankungen und die daraus resultierenden realen Effekte abmildern. Die Glaubwürdigkeit des Geldmengenziels litt aber unter den Zielverfehlungen erheblich.⁴

Es stellt sich somit die Frage, wie eine an der Geldmenge und am Zins ausgerichtete Politik durchgeführt werden kann, ohne Glaubwürdigkeitsprobleme zu erzeugen.

Einen Lösungsansatz in dieser Richtung entwickelte William Poole.⁵ Er zeigt im Rahmen eines am gesamtwirtschaftlichen Output orientierten komparativ-statischen Modells,⁶ daß bei Störungen im monetären und im realen Bereich der Wirtschaft ein zinselastisches Geldangebot der Zentralbank in der Regel bessere

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank (1997), S. 5 ff.

² Vgl. Neumann, M.J.M. (1997), S. 176.

³ Vgl. Bofinger, P., Reischle, J., Schächter, A. (1996), S. 271.

⁴ Vgl. Bofinger, P., Reischle, J., Schächter, A. (1996), S. 269 f.

⁵ Vgl. Poole, W. (1970), S. 197 ff.

⁶ Bei Poole findet sich auch eine dynamisierte Form des Modells (vgl. Poole, W. (1970), S. 209 ff.). Hier wird jedoch auf die komparativ-statische Version abgestellt.

Ergebnisse verspricht als ein spezielles Geldmengen- oder Zinsziel. Außerdem entwickelt Poole für sein Modell bei gegebener Verteilung der Störungen eine optimale, vom Zins abhängige Geldangebotsfunktion.⁷ Damit steuert das Poolische Modell auf der einen Seite bedeutende Erkenntnisse zur Orientierung der Geldpolitik bei. Auf der anderen Seite ist es aber sehr restriktiv. Die Restriktionen lassen sich in zwei Kategorien einteilen. Die eine Kategorie betrifft die sehr einfache ökonomische Struktur des Modells. So werden im Modell lediglich der Güter- und Geldmarkt berücksichtigt. Der Arbeitsmarkt und damit das aggregierte Angebot bleibt, wie auch die aggregierte Nachfrage, unberücksichtigt. Dies ist auch der Grund dafür, daß Poole der Zentralbank ein Outputziel statt eines am Preisniveau orientierten Ziels vorgibt.⁸ Eine zweite Kategorie von Restriktionen betrifft die funktionale Form des Modells und die Modellierung der Störungen am Güter- und Geldmarkt. Die Funktion für das optimale Geldangebot kann nur dann berechnet werden, wenn die Modellgleichungen als linear bzw. loglinear unterstellt werden. Außerdem müssen die Erwartungswerte der Störungen am Güter- sowie am Geldmarkt null sein und die Störungen müssen additiv auf das Gleichgewichtseinkommen bzw. die Geldnachfrage wirken. Zufällige Parameterschwankungen sind ebenso ausgeschlossen wie komplexere Nichtlinearitäten.

Ziel dieses Beitrages ist es, an den Restriktionen der zweiten Kategorie anzusetzen und zu zeigen, wie mit Hilfe eines neuronalen Netzes eine optimale Geldangebotsfunktion gefunden werden kann, ohne die zuletzt genannten Restriktionen berücksichtigen zu müssen. Dazu wird zunächst das Poole-Modell im Abschnitt B kurz erläutert, um dann im Abschnitt C zu zeigen, daß durch Integration eines neuronalen Netzes in das originäre Modell dieselben Ergebnisse generiert werden können, wie sie Poole algebraisch ableitet. Im Abschnitt D wird schließlich der neuronale Ansatz verallgemeinert, um zu zeigen, wie nahezu beliebige Funktionen und Störungen im neuronalen Ansatz berücksichtigt werden können. Auf welche Weise die abgeleiteten Ergebnisse auch auf komplexere Modelle übertragen werden könnten, um dadurch einer Zentralbank auch in der geldpolitischen Praxis eine Hilfestellung zur Formulierung einer zinselastischen Geldangebotsfunktion an die Hand zu geben, wird abschließend in einem Ausblick angedeutet.

⁷ Vgl. Poole, W. (1970), S. 208 f.

⁸ Erweiterungen des Poolschen Modells, die diese Restriktionen z.T. abschwächen oder beseitigen, finden sich z.B. bei Turnovski, S.J. (1975), S. 51 ff. oder Sargent, T.J., Wallace, N. (1975), S. 51 ff.

B. Zinselastische Geldpolitik im originären Poole-Modell

Die zentralen Gleichungen im Modell sind die reduzierte Form des Gütermarktes (1), die Geldnachfragefunktion (2) sowie die Geldangebotsfunktion (3):⁹

$$\begin{aligned} (1) \quad Y_i &= a_0 + a_1 r_i + u_i && \text{mit: } a_1 < 0 \\ (2) \quad M_i &= b_0 + b_1 Y_i + b_2 r_i + v_i && \text{mit: } b_1 > 0 \text{ und } b_2 < 0 \\ (3) \quad M_i &= c_1 r_i + c_2 \end{aligned}$$

Dabei gibt Y_i den Output bzw. das Volkseinkommen, M_i die Geldmenge und r_i den Zins der Periode i wieder. Die zufälligen Störungen auf dem Güter- und Geldmarkt u_i bzw. v_i seien der Zentralbank im voraus nicht bekannt. Bekannt sei der Zentralbank lediglich, daß die Störgrößen mit einer Varianz von σ_u^2 bzw. σ_v^2 um ihren Erwartungswert null streuen und daß ihre Kovarianz σ_{uv} beträgt.

Ziel der Zentralbank ist es, bei gegebener Verteilung der Störgrößen durch geeignetes Setzen der Parameter c_1 und c_2 die Abweichungen vom Vollbeschäftigungseinkommen Y_f möglichst gering zu halten. Die Zielverfehlungen werden mit Hilfe der Lossfunktion (4) quantifiziert (N gibt dabei die Anzahl der realisierten Y_i wieder):¹⁰

$$(4) \quad L = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N (Y_i - Y_f)^2$$

Wird nun das Gleichungssystem (1), (2) und (3) nach Y_i gelöst, so kann das Volkseinkommen in Abhängigkeit von der Realisation der Störgrößen u_i und v_i sowie den Parametern c_1 und c_2 der Geldangebotsfunktion berechnet werden:

$$(5) \quad Y_i = \frac{(b_2 - c_2)(a_0 + u_i) - a_1(b_0 - c_1 + v_i)}{a_1 b_1 + b_2 - c_2}$$

Der resultierende Loss ergibt sich gemäß (4) wie folgt:

$$(6) \quad L = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \left(\frac{(b_2 - c_2)(a_0 + u_i) - a_1(b_0 - c_1 + v_i)}{a_1 b_1 + b_2 - c_2} - Y_f \right)^2$$

⁹ Vgl. Poole, W. (1970), S. 204 und S. 208. Dabei darf das Modell nicht als Versuch interpretiert werden, Zins und Volkseinkommen gleichzeitig zu steuern (vgl. dazu auch Poole, W. (1970), Fußnote 2, S. 208). Es ist vielmehr so zu interpretieren, daß der durch die Gleichungen (1) und (2) verbleibende Freiheitsgrad von eins durch eine **funktionale Beziehung** zwischen Geldmenge und Zins (die Geldangebotsfunktion (3)) geschlossen wird.

¹⁰ Vgl. Poole, W. (1970), S. 204 ff. Die reale Geldmenge findet keinen Eingang in die Lossfunktion. Dies zeigt, daß monetary services im Sinne von Klein nicht berücksichtigt werden (vgl. Geigant, F. (1987), S.240 ff. sowie Klein, B. (1974), S.423 ff.).

Die notwendigen Bedingungen,¹¹ um den Loss durch eine Geldpolitik gemäß (3) zu minimieren, sind erfüllt, wenn die partiellen Ableitungen von (6) nach c_1 und c_2 null sind. Dies ist der Fall, wenn:¹²

$$(7) \quad c_1^* = b_0 + b_1 Y_f + \frac{(Y_f - a_0)(\sigma_v^2 + b_1 \sigma_{uv})}{b_1 \sigma_u^2 + \sigma_{uv}}$$

$$(8) \quad c_2^* = b_2 - \frac{a_1(\sigma_v^2 + b_1 \sigma_{uv})}{b_1 \sigma_u^2 + \sigma_{uv}}$$

Der aus dieser Geldpolitik resultierende erwartete Loss $E(L^*)$ kann berechnet werden, indem c_1^* und c_2^* in die Lossfunktion (6) eingesetzt werden und die statistischen Eigenschaften der Störgrößen berücksichtigt werden:¹³

$$(9) \quad E(L^*) = \frac{\sigma_u^2 \sigma_v^2 - \sigma_{uv}^2}{\sigma_v^2 + 2b_1 \sigma_{uv} + b_1^2 \sigma_u^2}$$

Poole zeigt, daß eine Politik eines zinselastischen Geldangebotes gemäß (3), (7) und (8) einer allein am Zins- oder am Geldangebot ausgerichteten Politik in der Regel überlegen ist, in keinem Fall aber einen größeren Fehler generiert. So wichtig dieses Ergebnis auch ist, soll es hier nicht im Vordergrund der Betrachtung stehen.¹⁴ Es soll vielmehr versucht werden, mit Hilfe eines neuronalen Netzes den Poolschen Ansatz dahingehend zu erweitern, daß er auch auf eine nichtlineare Welt angewendet werden kann. Bevor dies im Abschnitt D geschieht, soll im folgenden Abschnitt C gezeigt werden, wie durch ein neuronales Netz das Problem einer optimalen Geldpolitik in einer linearen Welt gelöst werden kann. Für den linearen Fall kann nämlich die Optimierung durch das neuronale Netz mit Hilfe des Poolschen Modells verifiziert werden.

C. Ein neuronales Netz als zinselastische Geldangebotsfunktion

Ausgangspunkt seien wiederum die Gleichung (1) und (2) und das Ziel, mit Hilfe einer zinselastischen Geldangebotsfunktion den erwarteten Loss gemäß (4) zu minimieren. Allerdings wird hier keine spezielle Form der Geldangebotsfunktion, wie in Gleichung (3), postuliert. Die Geldangebotsfunktion soll vielmehr allgemeiner als

$$(10) \quad M_i = N(r_i, \theta)$$

¹¹ Auf die Ableitung der hinreichenden Bedingungen wird verzichtet.

¹² Vgl. Poole, W. (1970), S. 208.

¹³ Vgl. Poole, W. (1970), S. 208. Dort wird statt der Kovarianz der Korrelationskoeffizient ρ_{uv} unter Berücksichtigung von $\sigma_{uv} = \rho_{uv} \sigma_u \sigma_v$ verwendet. Außerdem wird fälschlicherweise im ersten Summanden des Nenner σ_v statt σ_v^2 geschrieben.

¹⁴ Vgl. dafür Poole, W. (1970), S. 215 f.

geschrieben werden. Dabei bildet die Funktion $N(r_i, \theta)$ ein neuronales Feedforward-Netz¹⁵ mit einem Input-Neuron, drei verdeckten Neuronen und einem Output-Neuron ab.¹⁶ θ ist ein noch zu erläuternder Parametervektor. Die Funktionsweise dieses Netzes kann mit Hilfe von Abbildung 1 erläutert werden:

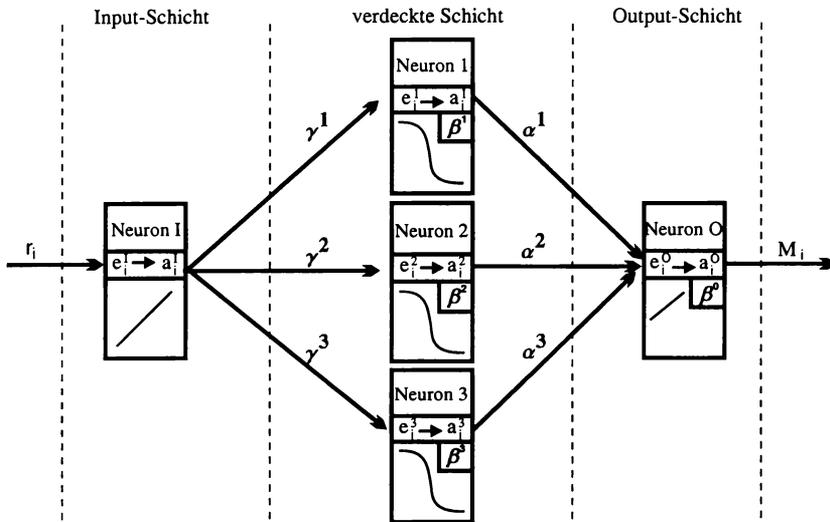


Abbildung 1: Das verwendete neuronale Netz

Der Zins r_i wird über das Input-Neuron in das Netz eingelesen und unverändert an die verdeckte Schicht weitergeleitet. Dort geht er, gewichtet mit γ^j , als effektiver Eingang ($e^j = \gamma^j r_i$ mit $j = 1, 2, 3$) in das jeweilige Neuron j ein und wird mit Hilfe der entsprechenden sigmoiden Aktivierungsfunktion (11) nach Maßgabe des jeweils zugehörigen Parameters β^j zur Aktivität a_i^j des Neurons j transformiert:

$$(11) \quad a_i^j = A^j(e_i^j, \beta^j) = \frac{1}{1 + \exp(\underbrace{\gamma^j r_i}_{e_i^j} + \beta^j)} \quad \text{für: } j = 1, 2, 3$$

¹⁵ Bei einem Feedforward-Netz werden Informationen ausschließlich vorwärts vom Input des Netzes (hier: r_i) zum Output (hier: M_i) verarbeitet. Rückkopplungen existieren nicht (vgl. für einen Überblick über neuronale Feedforward-Netze sowie deren Abgrenzung zu rückgekoppelten Netzen Blien, U., Lindner, H.-G. (1993), S. 497 ff.).

¹⁶ Das hier verwendete neuronale Netz mit drei verdeckten Neuronen verfügt nur über begrenzte Approximationseigenschaften und wurde lediglich aus Gründen der Anschaulichkeit verwendet. Es wird sich jedoch zeigen, daß es den in diesem Abschnitt gestellten Anforderungen genügt.

Die mit α^j gewichtete Summe der Aktivitäten der verdeckten Neuronen bildet dann den effektiven Eingang des Output-Neurons ($e_i^O = \sum_{j=1}^3 \alpha_j a_i^j$ mit $j = 1, 2, 3$), der anschließend durch Hinzufügen eines additiven Terms (β^O) zum Ausgang des neuronalen Netzes transformiert wird ($M_i = e_i^O + \beta^O$). Werden nun die Gewichte α^j und γ^j sowie die Parameter β^j und β^O im Vektor θ zusammengefaßt,

$$\theta = [\beta^O, \alpha^1, \beta^1, \gamma^1, \alpha^2, \beta^2, \gamma^2, \alpha^3, \beta^3, \gamma^3],$$

so kann das Netz und somit die Geldangebotsfunktion bei gegebenem θ wie folgt geschrieben werden:

$$(12) \quad M_i = N(r_i, \theta) = \sum_{j=1}^3 \alpha^j \frac{1}{1 + \exp(\gamma^j r_i + \beta^j)} + \beta^O$$

Gleichung (12) macht deutlich, daß ein neuronales Feedforward-Netz jederzeit als spezielle Funktion geschrieben werden kann. Trotzdem kann $N(r_i, \theta)$ als stark verallgemeinerte Geldangebotsfunktion aufgefaßt werden. Es läßt sich nämlich zeigen, daß durch ein neuronales Netz mit hinreichend vielen verdeckten Neuronen jede stetige Funktion in einem beliebigen endlichen Bereich abgebildet werden kann.¹⁷

Wird das neuronale Netz gemäß (12) für M_i in (2) eingesetzt, so ergibt, sich die Bedingung für ein Geldmarktgleichgewicht:

$$(13) \quad 0 = \underbrace{M_i^N}_{b_0 + b_1 Y_i + b_2 r_i + v_i} - \underbrace{M_i^A}_{N(r_i, \theta)}$$

Wird in (13) der Zins r_i durch den gemäß (1) für ein Gütermarktgleichgewicht erforderlichen Zins substituiert, so folgt mit (14) die Bedingung für ein simultanes Güter- und Geldmarktgleichgewicht:

$$(14) \quad 0 = b_0 + b_1 Y_i + b_2 \frac{\overbrace{Y_i - a_0 - u_i}^{r_i}}{a_1} + v_i - N\left(\frac{\overbrace{Y_i - a_0 - u_i}^{r_i}}{a_1}, \theta\right)$$

Sofern die Elemente des Vektors θ gegeben sind, ist auch das Geldangebotsverhalten der Zentralbank determiniert, und es kann für jede sinnvolle u_i/v_i -Kombination mit Hilfe der Gleichung (14) und eines geeigneten numerischen Verfahrens das zugehörige Gleichgewichtseinkommen Y_i ermittelt werden. Ob

¹⁷ Vgl. Hornik, K., Stinchcombe, M., White, H. (1989), S. 359 ff.

dieses dann dem Vollbeschäftigungseinkommen Y_f nahe kommt, hängt entscheidend von den Elementen des Vektors θ ab. Deshalb wird bei der Optimierung des neuronalen Netzes (der Geldangebotsfunktion) beim Vektor θ angesetzt. Mit Hilfe des Back-Propagation-Algorithmus, „... einer der am weitesten verbreiteten Lernmethode für neuronale Netze ...“,¹⁸ wird versucht, für N zufällig ermittelte Trainingdatenpaare u_i und v_i den Loss gemäß (4) zu minimieren. θ wird in einem iterativen Prozeß solange modifiziert, bis der Zielwert (hier: der Loss) approximativ ein Minimum erreicht. Dabei gibt der Index m zukünftig den Iterationsschritt wieder.¹⁹

Um die Arbeitsweise des Back-Propagation-Algorithmus zu veranschaulichen ist es hilfreich, sich das Gleichungssystem, das durch die zu minimierende Lossfunktion (4) und die Bedingung für ein simultanes Güter- und Geldmarktgleichgewicht (14) gebildet wird, als 11-dimensionales Loss- bzw. Fehlergebirge vorzustellen. Die 10 Elemente des Vektors θ bilden die exogenen Variablen und der Loss bildet die endogene Variable ab. Die Richtung des steilsten Fehlerabstieges bzw. die Proportionen der erforderlichen Veränderungen der Elemente des Vektors θ werden in diesem Gebirge durch den negativen Gradienten des Fehlergebirges $-\nabla L$ wiedergegeben. Die Elemente von ∇L entsprechen dabei den partiellen Ableitungen von (4) nach den Elementen des Vektors θ :

$$(15) \quad -\nabla L^m = -\frac{2}{N} \sum_{i=1}^N (Y_i^m - Y_f) \nabla Y_i^m$$

Der Gradient des Gleichgewichtseinkommen ∇Y_i^m kann, obwohl Y_i^m in (14) nur implizit determiniert ist, mit Hilfe des *Satzes über implizite Funktionen*²⁰ berechnet werden:

$$(16) \quad \nabla Y_i^m = \frac{a_1}{a_1 b_1 + b_2 - \frac{\partial N(r_i^m, \theta^m)}{\partial r_i^m}} \nabla N(r_i^m, \theta^m)$$

Damit ergibt sich der negative Gradient des Fehlergebirges (4) und (14) zu:²¹

$$(17) \quad -\nabla L^m = -\frac{2}{N} \sum_{i=1}^N (Y_i^m - Y_f) \frac{a_1}{a_1 b_1 + b_2 - \frac{\partial N(r_i^m, \theta^m)}{\partial r_i^m}} \nabla N(r_i^m, \theta^m)$$

¹⁸ Rojas, R. (1996), S. 149.

¹⁹ Weil durch jede Veränderung des Vektors θ im Verlaufe des Lernprozesses die Geldpolitik der Zentralbank gemäß (12) verändert wird, müssen auch die Variablen für den Gleichgewichtszins und das Gleichgewichtseinkommen mit m indiziert werden.

²⁰ Vgl. Chiang, A.C. (1984), S. 206 ff.

²¹ $\nabla N(r_i^m, \theta^m)$ kann durch Differenzieren der Geldangebotsfunktion (12) nach den Elementen des Vektors θ ermittelt werden. Falls M_i in (10) als Logarithmus der Geldmenge aufgefaßt würde, könnte $\frac{\partial N(r_i^m, \theta^m)}{\partial r_i^m}$ als Zinselastizität der Geldnachfrage interpretiert werden.

Wird nun zusätzlich die Schrittweite der Veränderung (die sog. Lernrate) mit λ festgelegt und ist diese hinreichend klein, so wird durch Multiplikation des negativen Gradienten $-\nabla L^m$ mit der Lernrate λ aus der **Richtung** des steilsten Fehlerabstieges ein kleiner **Schritt** in Richtung des Fehlerminimums. Der Vektor θ ist dazu wie folgt zu aktualisieren:

$$(18) \quad \theta^{m+1} = \theta^m - \lambda \nabla L^m$$

Durch vielfache Wiederholung der in (18) beschriebenen Iteration kann approximativ ein Lossminimum gefunden werden.²² Die Trainingsläufe werden eingestellt, wenn sich der Fehler durch weitere Durchläufe nicht mehr signifikant senken läßt.

Wie der Trainingsprozeß im einzelnen abläuft und welche Probleme auftreten können, soll anhand eines Modells demonstriert werden, bei dem die Modellparameter wie folgt gesetzt wurden:²³

$$a_0 = 1.2, a_1 = -2, b_0 = 0.3, b_1 = 0.3, b_2 = -2, Y_f = 1$$

Um die Störungen im realen und monetären Bereich zu simulieren, wurden N (hier 100) Störgrößenpaare u_i/v_i mit einem Erwartungswert von null und einer Varianz von 0.05 bzw. 0.03 generiert.²⁴ Da die beiden Reihen unabhängig voneinander erzeugt wurden, kann von einer Kovarianz von null ausgegangen werden.²⁵

Bevor unter Verwendung des Back-Propagation-Algorithmus der Vektor θ gemäß (18) iterativ aktualisiert werden kann, muß ein Vektor θ^0 als Startvektor generiert werden. Ein gängiges Verfahren ist es, die Elemente des Startvektors zufällig zu ermitteln.²⁶ So wurde auch hier für die Elemente β^j und γ^j ($j = 1, 2, 3$)

²² Ob es sich um ein absolutes oder um ein relatives Minimum handelt, kann in der Regel nicht überprüft werden. Auf diese Problematik wird weiter unten noch eingegangen.

²³ Empirische Relevanz bezüglich der Modellparameter wird nicht postuliert. Ohnehin müssen Daten, die in ein neuronales Netz eingelesen werden sollen, in geeigneter Weise transformiert werden, damit das Netz überhaupt in der Lage ist, den Trainingsprozeß erfolgreich zu absolvieren (vgl. Baun (1994), S. 148 ff. sowie S. 179 ff.).

²⁴ Die Zufallswerte wurden abwechselnd mit der Zufallsfunktion *Random [NormalDistribution [0, Sqrt[0.05]]]* bzw. *Random [NormalDistribution [0, Sqrt[0.03]]]* des Programmpaketes *Mathematica 3.0* erzeugt. Der Zufallsgenerator wurde zuvor mit *SeedRandom[348]* initialisiert, um den Prozeß reproduzierbar zu machen.

²⁵ Die tatsächlichen Erwartungswerte, Varianzen und die Kovarianz weichen von den geforderten ab, da die Funktion *Random* nur bei unendlich vielen Werten exakt die geforderten Varianzen generieren würde. Die tatsächlichen Werte betragen $E(u) = -0.009$, $E(v) = -0.004$, $\sigma_u^2 = 0.055$, $\sigma_v^2 = 0.031$ und $\sigma_{uv} = -0.006$.

²⁶ Vgl. Rojas, R. (1996), S. 161.

verfahren. Sie wurden zufällig aus dem Intervall $[-3, 3]$ ausgelost.²⁷ Die Elemente α^j ($j = 1, 2, 3$) wurden auf null und β^O wurde auf 0.4 gesetzt. Auf diese Weise ist eine ökonomische Interpretation der Ausgangssituation möglich: Weil die Input-Neuronen unabhängig vom Zins r_i^m nichts zum Output beitragen (vgl. Abbildung 1 bzw. Gleichung (12)), ergibt sich der Output des Netzes (die angebotene Geldmenge) immer zu $\beta^O = 0.4$. Damit entspricht die Ausgangssituation einer allein an der Geldmenge orientierten Politik.²⁸

Mit Hilfe eines in Delphi 2.0 programmierten Pascal-Programmes²⁹ wurde dann der Vektor θ gemäß des in (18) beschriebenen Algorithmus insgesamt 20 000 mal aktualisiert. Dabei wurden in jedem Iterationslauf m die folgenden drei Schritte absolviert:

Schritt 1: Für die 100 Störgrößenpaare u_i/v_i wurden mit Hilfe eines numerischen Verfahrens die zugehörigen Gleichgewichtseinkommen Y_i^m gemäß (14) ermittelt, um daraus die zugehörigen Gleichgewichtszinssätze r_i^m gemäß (1) zu berechnen. Dabei war zu beachten, daß keine unsinnigen Einkommens- oder Zinswerte generiert wurden. Im vorliegenden Fall hätte das Programm abgebrochen, wenn im Intervall $[0,10]$ kein Gleichgewichtseinkommen ermittelbar gewesen wäre.³⁰

Schritt 2: Unter Verwendung der Werte aus Schritt 1 wurde der negative Gradient $-\nabla L^m$ gemäß (17) errechnet.

Schritt 3: Der Vektor θ^m wurde in jedem Iterationslauf m gemäß (18) zum Vektor θ^{m+1} aktualisiert. Der Wert für die Lernrate war für alle Durchläufe gleich und wurde heuristisch ermittelt ($\lambda = 0.6$ für alle m). Zu berücksichtigen war dabei, daß eine zu kleine Lernrate den Lernprozeß erheblich verlangsamt hätte, während eine zu große Lernrate zu einem instabilen Lernprozeß geführt hätte.

Der aktualisierte Vektor θ^{m+1} wurde dann verwendet, um durch Wiederholung der Schritte eins bis drei die resultierenden Gleichgewichtswerte zu ermitteln, den negativen Gradienten $-\nabla L^{m+1}$ zu berechnen sowie den Vektor θ^{m+1} zum Vektor θ^{m+2} zu aktualisieren usw. usf.

²⁷ Dazu wurde die mit *SeedRandom[348]* initialisierte Zufallsfunktion *Random[Real, -3,3]* in Mathematica 3.0 verwendet.

²⁸ $M^* = 0.4$ entspricht dem optimalen Geldmengenziel, sofern die Geldpolitik ausschließlich an der Geldmenge ausgerichtet würde (vgl. Poole, W. (1970), S. 203 f.).

²⁹ Das Programm sowie der zugehörige Quelltext kann über das Internet bezogen werden. Die entsprechende Adresse findet sich am Ende des Literaturverzeichnis.

³⁰ Als numerisches Verfahren wurde die *Bisection Methode* programmiert. Diese Methode ist zwar nicht so effizient wie z.B. die *Newton-Raphson Methode*, sie ist aber zuverlässiger (vgl. Press et al. (1989), S. 270 ff. und S. 286 ff.).

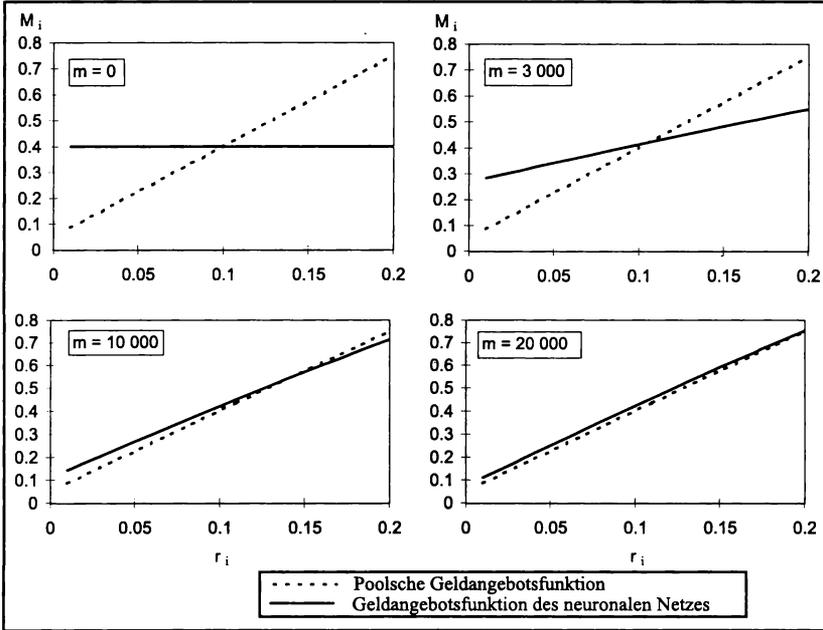


Abbildung 2: Ausschnitte aus dem Lernprozeß

Der Verlauf des Trainingsprozesses ist in Abbildung 2 in Ausschnitten dargestellt. Nach 20000 Durchläufen näherte sich der Fehler gemäß (4) einem Minimum. Eine signifikante Senkung des Fehlers durch weitere Läufe war nicht mehr möglich.

Ob es sich dabei um ein absolutes oder um ein relatives Fehlerminimum handelt, läßt sich in der Regel nicht feststellen. Sofern der Fehler inakzeptabel hoch erscheint, empfiehlt es sich, den Trainingsprozeß mit anderen Werten für den Startvektor θ^0 zu wiederholen. Im vorliegenden Beispiel kann aber das originären Poole-Modell als Referenz herangezogen werden:

Abbildung 2 zeigt, daß die durch das neuronale Netz generierte Geldangebotsfunktion der analytisch aus dem Poole-Modell gemäß (3), (7) und (8) errechneten Geldangebotsfunktion sehr nahe kommt. Auch der Loss, der gemäß der Lossfunktion (4) durch das neuronale Netz verursacht wird, unterscheidet sich mit 0.0515 nur unwesentlich vom minimalen Loss, der sich gemäß (9) zu 0.0516 errechnet.³¹

³¹ Bei der Berechnung des minimalen Fehlers und zur Generierung der Pooleschen Geldangebotsfunktion in Abbildung 2 wurden nicht die theoretischen Varianzen, sondern die tatsächlichen (vgl. Fußnote 25) verwendet, um die Vergleichbarkeit zu ermöglichen.

Die Unterschiede der Geldangebotsfunktionen in Abbildung 2 und die Differenzen beim Loss sind hauptsächlich darauf zurückzuführen, daß die Mittelwerte der Trainingsdaten für u_i und v_i nicht exakt den Erwartungswerten von null entsprechen (vgl. Fußnote 25). Diese Tatsache fand bei der Optimierung des neuronalen Netzes Eingang, während bei der Poolischen Optimierung die theoretischen Werte berücksichtigt sind. Dadurch ist auch zu erklären, warum der Loss unter Verwendung des neuronalen Netzes geringfügig kleiner ausfällt als der „minimale“ Loss gemäß (9).

D. Verallgemeinerung des Modells

Im Abschnitt C wurde ein lineares Modell unterstellt, damit die durch das neuronale Netz ermittelte Lösung anhand der allgemeinen Lösung überprüft werden konnte. Die Stärke neuronaler Netze ist allerdings im Bereich nichtlinearer Problemstellungen zu sehen, bei denen mit linearen Methoden keine Lösung gefunden werden kann. Deshalb soll hier ein Ansatz vorgestellt werden, mit dem für eine große Klasse von Funktionen für den Gütermarkt und den Geldmarkt eine optimale zinselastische Geldangebotsfunktion gefunden werden kann.

Das im Abschnitt B vorgestellte Modell wird verallgemeinert, indem als Bedingung für ein Gütermarktgleichgewicht (19) anstelle von (1) und als Bedingung für ein Geldmarktgleichgewicht (20) an Stelle von (2) und (3) verwendet wird.³²

$$(19) \quad r_i^m = IS(Y_i^m, u_i)$$

$$(20) \quad 0 = \underbrace{L(Y_i^m, r_i^m, v_i)}_{M^N} - \underbrace{N(r_i^m, \theta^m)}_{M^A}$$

$N(r_i^m, \theta^m)$ stellt wiederum eine durch ein neuronales Netz formulierte Geldangebotsfunktion dar, $L(Y_i^m, r_i^m, v_i)$ die aggregierte Geldnachfragefunktion und $IS(Y_i^m, r_i^m, u_i)$ gibt allgemein formuliert die reduzierte Form des Gütermarktes wieder. Es sei unterstellt, daß die Gleichungen (19) und (20) stetig und nach allen Variablen differenzierbar sind.

Bei den Erwartungswerten bzw. Mittelwerten von u_i bzw. v_i war dies nicht möglich, weil Erwartungswerte von null zentrale Annahmen des Poole-Modells sind. Es wurde aber bei der Generierung der Zufallswerte darauf geachtet, daß die Mittelwerte zumindest nahe null waren. In dieser Beziehung war die Initialisierung der Zufallsfunktion nicht willkürlich.

³² Durch (19) wird ohne Verlust an Allgemeingültigkeit postuliert, daß die reduzierte Form des Gütermarktes als explizite Lösung nach r_i^m angegeben werden kann. Dies geschieht nur aus Gründen der Anschaulichkeit.

Wird r_i^m gemäß (19) in (20) eingesetzt, erhält man mit (21) die Bedingung für ein simultanes Güter- und Geldmarktgleichgewicht:

$$(21) \quad 0 = L(Y_i^m, IS(Y_i^m, u_i), v_i) - N(IS(Y_i^m, u_i), \theta^m)$$

Zur Optimierung des Vektors θ in der Geldangebotsfunktion kann, wenn die Trainingsdaten für alle u_i und v_i ermittelt sind und der Startvektor initialisiert ist, wiederum nach dem oben (vgl. S. 159) dargestellten Iterationsschema vorgegangen werden:

Im **ersten Schritt** werden für die N Trainingsdaten (für alle Störterme u_i und v_i) auf Grundlage der Gleichgewichtsbedingung (21) die zugehörigen Y_i^m und gemäß (19) die entsprechenden r_i^m ermittelt.³³

Im **zweiten Schritt** wird der negative Gradient $-\nabla L^m$, der zur Aktualisierung des Vektors θ^m gemäß (18) benötigt wird, analog zum Abschnitt C ermittelt. Da sich nur das Modell, nicht aber die Lossfunktion verändert hat, kann Gleichung (15) als Ausgangspunkt verwendet werden:

$$(15) \quad -\nabla L^m = -\frac{2}{N} \sum_{i=1}^N (Y_i^m - Y_f) \nabla Y_i^m$$

Wird ∇Y_i^m unter Berücksichtigung von (21) und durch Verwendung des Satzes über implizite Funktionen ermittelt und in (15) substituiert, kann der Gradient der Loss-Funktion berechnet werden:³⁴

$$(22) \quad \nabla L^m = \frac{2}{N} \sum_{i=1}^N (Y_i^m - Y_f) \frac{\nabla N(Y_i^m, \theta^m)}{\frac{\partial L(Y_i^m, IS(Y_i^m, u_i), v_i)}{\partial Y_i^m} - \frac{\partial N(r_i^m, \theta^m)}{\partial r_i^m} \frac{\partial IS(Y_i^m, u_i)}{\partial Y_i^m}}$$

Im **dritten Schritt** wird dann nach Maßgabe der Lernrate λ der neue Vektor θ^{m+1} gemäß (18) aktualisiert, um dann wieder mit Schritt eins zu beginnen.

Somit kann auch für das hier allgemein formulierte Modell der Lernalgorithmus formuliert werden. Durch vielfaches Durchlaufen dieses Lernalgorithmus kann dann der Vektor θ und somit die zinselastische Geldangebotsfunktion optimiert werden. Ob das gefundene Optimum ein absolutes oder nur ein lokales Fehlerminimum darstellt, muß durch weitere Simulationen mit anderen Startwerten für θ^0 eruiert werden.

³³ Falls die Gleichgewichtsbedingung für den Gütermarkt nicht wie hier allgemein nach r_i^m auflösbar wäre, müßte allerdings ein anderes als das oben beschriebene numerische Verfahren verwendet werden. Dabei wäre z.B. an die Newton-Raphson-Methode für nicht-lineare Gleichungssysteme zu denken (vgl. Press, W.H. et al. (1989), S. 305 ff.).

³⁴ Sofern die reduzierte Form des Gütermarktes nicht wie hier nach r_i aufgelöst werden kann, könnte ebenfalls der Satz über implizite Funktionen verwendet werden, um Gleichung (22) zu ermitteln.

E. Ausblick

Hier wurde nur ein einfach strukturiertes Modell verwendet, insofern darf nicht erwartet werden, daß die Ergebnisse direkt zur Unterstützung geldpolitischer Entscheidungen verwendet werden können. Es ließ sich aber zeigen, daß neuronale Netze, abgesehen von der Prognose funktionaler Zusammenhänge, auch als Hilfsmittel bei Optimierungsproblemen genutzt werden können. Bei dem oben vorgestellten Ansatz wurden nicht einzelne Politikparameter optimiert, sondern es wurde gezeigt, wie mit Hilfe eines neuronalen Netzes eine optimale Verhaltensfunktion (hier: eine zinselastische Geldangebotsfunktion) unter Beachtung der reduzierten Formen eines ökonomischen Modells (hier: die reduzierten Formen eines einfach strukturierten Güter- und Geldmarktmodells) gefunden werden kann.

Vorstellbar wäre – und hier könnte der Nutzen für geldpolitische Entscheidungen liegen –, die reduzierten Formen eines komplexeren ökonomischen Modells zu verwenden, um auf dieser Grundlage mit Hilfe eines neuronalen Netzes eine zinselastische Geldangebotsfunktion abzuleiten. Dabei soll allerdings nicht verschwiegen werden, daß im Detail noch einige Problembereiche zu umschiffen wären. Insofern kann der vorliegende Beitrag nur als Anregung, nicht aber als Lösungsansatz verstanden werden.

Prinzipiell könnte aber analog zu Abschnitt D folgendermaßen vorgegangen werden:

Die reduzierten Formen eines stochastischen ökonomischen Modells würden als Grundlage der Optimierung dienen.³⁵ Darauf aufbauend wäre die Verteilung und Intensität der entsprechenden Störterme empirisch zu ermitteln, um die Trainingsdaten generieren zu können.³⁶ Schließlich müßte der im Abschnitt D vorgestellte Lernalgorithmus nach Maßgabe des verwendeten ökonomischen Modells modifiziert werden, um so eine zinselastische Geldangebotsfunktion abzuleiten.

Trotz aller Probleme und Unzulänglichkeiten, die die Formulierung einer zinselastischen Geldangebotsfunktion durch ein neuronales Netz mit sich bringt, kann ein neuronales Netz doch als Hilfsmittel zur Eruierung einer solchen dienen.

³⁵ Hier könnten und sollten nichtlineare Strukturen bei den Verhaltensgleichungen und bei den Störungen berücksichtigt werden, denn so würden die Stärken neuronaler Netze genutzt. Dann müßten allerdings auch etwaige Probleme bei der numerischen Bestimmung der Gleichgewichtswerte gelöst werden.

³⁶ Hier läge auch einer der oben angesprochenen Problemkreise. Denn die Qualität der durch ein neuronales Netz ermittelten Geldangebotsfunktion ist, abgesehen von der Modellstruktur, entscheidend von der Schätzung der für die Trainingsdaten zugrunde gelegten Störgrößen abhängig. Dies gilt allerdings auch für traditionelle Verfahren wie sie z.B. im Abschnitt B vorgestellt wurden.

Ist eine zinselastische Geldangebotsfunktion erst einmal formuliert, so könnte eine Zentralbank – z.B. die EZB – exogene Störungen an den Geld-, Kapital- und Gütermärkten monetär abfedern. Ihre Politik wäre aber trotzdem regelgebunden und damit prognostizierbar – mit allen damit verbundenen Vorteilen.

Literaturverzeichnis

- Baun, S.*, Neuronale Netze in der Aktienkursprognose, in: Rehkugler, H., Zimmermann, H.G. (Hrsg.), Neuronale Netze in der Ökonomie, München 1994, S. 131 ff.
- Blien, U., Lindner, H.-G.*, Neuronale Netze – Werkzeuge für empirische Analysen ökonomischer Fragestellungen, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 1993, S. 497 ff.
- Bofinger, P., Reischle, J., Schächter, A.*, Geldpolitik. Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente, München 1996.
- Chiang, A.C.*, Fundamental Methods of Mathematical Economics, 3. Aufl., Auckland usw. 1984.
- Deutsche Bundesbank, Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Nr. 4, Frankfurt 1997.
- Geigant, F.*, Geldmengen- und Zinssteuerung im Lichte eines komparativ-statischen mikroökonomischen Modells, in: Köhler, C., Pohl, R. (Hrsg.), Aspekte der Geldpolitik in offenen Volkswirtschaften, Berlin 1987, S. 235 ff.
- Hornik, K., Stinchcombe, M., White, H.*, Multilayer Feedforward Networks are Universal Approximators, in: Neural Networks 1989, S. 359 ff.
- Klein, B.*, The Competitive Supply of Money, in: Journal of Money, Credit and Banking, Band 6, Nr. 4, 1974, S. 423 ff.
- Neumann, M.J.M.*, Monetary Targeting in Germany, in: Kuroda, I. (Ed.), Towards More Effective Monetary Policy, Basingstoke usw. 1997.
- Poole, W.*, Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Modell, in: Quarterly Journal of Economics 1970, S. 197 ff.
- Press, W.H. et al.*, Numerical Recipes in Pascal, Cambridge usw. 1989.
- Rojas, R.*, Theorie der neuronalen Netze, Berlin usw. 1993.
- Sargent, T.J., Wallace, N.*, „Rational“ Expectations, the Optimal Monetary Instruments, and the Optimal Money Supply Rule; in: Journal of Money, Credit, and Banking 1975, S. 51 ff.
- Turnovski, S.J.*, Optimal Choice of Monetary Instruments in a Linear Economic Model with Stochastic Coefficients, in: Journal of Money, Credit, and Banking 1975, S. 51 ff.

Das verwendete Pascal-Programm sowie die zugehörigen Berechnungen auf Basis des Programmpaketes *Mathematica 3.0* können über das Internet unter der folgenden URL bezogen werden: <http://www.wiwi.uni-hannover.de/gkw/lange/poole.htm>

Europäischer Kapitalmarkt

Bonitätsrisiken von Staatsschuldtiteln in der Europäischen Union und Marktdisziplinierung

Von Burkhard Ziegenhorn

A. Einleitung

In der geplanten Europäischen Währungsunion werden zwischenstaatliche Zinsdifferenzen aufgrund von Abwertungsrisiken eliminiert. Doch bedeutet dies auch, daß sich die Renditen der Staatsschuldtitel vollständig anpassen werden? Können sich die einzelnen Mitgliedsländer zu identischen Finanzierungskosten verschulden, oder zahlen die Regierungen höher verschuldeter Mitgliedsländer der Europäischen Union eine Bonitätsrisikoprämie auf ihre Staatsschuldtitel?

Während Bonitätsrisikoprämien im Zusammenhang mit Entwicklungsländern¹ oder der Verschuldung amerikanischer Bundesstaaten² eingehend untersucht worden sind, haben sich bisher nur wenige Arbeiten mit europäischen Staatsschuldtiteln beschäftigt.³

In dieser Arbeit wird zunächst ein einfaches Kreditangebotsmodell vorgestellt. Anschließend werden in diesem Modellrahmen die Emissionsrenditen von Fremdwährungsanleihen der Mitgliedsländer der Europäischen Union empirisch untersucht.

B. Staatsverschuldung, Risiko des Zahlungsausfalls, Kreditangebot und Marktdisziplinierung

Das Kreditangebot soll hier in Anlehnung an den theoretischen Ansatz von *Bayoumi et al.* (1995) hergeleitet werden. Es wird angenommen, daß alle Staatsschuldtitel auf einem freien Kapitalmarkt mit risikoneutralen Kreditge-

¹ Vgl. etwa Edwards (1986).

² Vgl. Bayoumi et al. (1995), Eichengreen und Bayoumi (1994) oder Goldstein und Woglom (1992).

³ Vgl. Alesina et al. (1992) oder Favero et al. (1996).

bern emittiert werden und jeweils eine Laufzeit von einer Periode haben. Sind die Staatsschuldtitel mit einem Bonitätsrisiko behaftet, so werden risikoneutrale Anleger oder Kreditgeber nur dann das Risiko eines Zahlungsausfalls eingehen, wenn der erwartete Gegenwartswert des Zahlungsstromes des risikobehafteten Schuldtitels mindestens gleich dem eines risikolosen ist. Vermuten die Kreditgeber ein Bonitätsrisiko, so werden sie für die Übernahme eines solchen Kreditrisikos zusätzlich zum Zinssatz i_t eine Risikoprämie s_t verlangen. Im Marktgleichgewicht eines vollständigen Kredit- oder Anleihemarktes gilt daher

$$(1) \quad (1 + i_t + s_t) P(Z_{t+1}) = (1 + i_t) .$$

Mit $P(Z_{t+1})$ wird hierbei die Wahrscheinlichkeit bezeichnet, daß es nicht zu einer Zahlungseinstellung kommt.⁴ Die Variable Z_{t+1} beschreibt die kritische Schuldendienstfähigkeit, für die es gerade nicht zu einer Zahlungseinstellung kommt und soll unten noch näher definiert werden.

Gleichung (1) läßt sich umformen, so daß man für die Risikoprämie den Ausdruck

$$(1') \quad s_t = (1 + i_t)/P(Z_{t+1}) - (1 + i_t)$$

erhält. Hieraus ergeben sich folgende Implikationen für den Verlauf des Kreditangebotes: Die Anleger am Kreditmarkt verlangen keine Risikoprämie, falls die Rückzahlungswahrscheinlichkeit $P(Z_{t+1})$ gleich eins ist. Die Risikoprämie s_t nimmt jedoch mit abnehmender Rückzahlungswahrscheinlichkeit zu, denn

$$(2) \quad \partial s_t / \partial P(Z_{t+1}) = -(1 + i_t) / P(Z_{t+1})^2 < 0, \text{ für } 0 < P(Z_{t+1}) \leq 1 .$$

Konkret steigt die Risikoprämie s_t nichtlinear an, denn

$$(2') \quad \partial^2 s_t / \partial P(Z_{t+1})^2 = 2(1 + i_t) / P(Z_{t+1})^3 > 0, \text{ für } 0 < P(Z_{t+1}) \leq 1 .$$

Die Schuldendienst- oder Zahlungsfähigkeit des Staates in der nächsten Periode sei sowohl dem kreditnehmenden Staat als auch den kreditgebenden Anlegern unbekannt. Bekannt sei allerdings die Verteilung von $P(Z)$. Insbesondere gelte, je größer Z_{t+1} , um so kleiner die Wahrscheinlichkeit, daß der Staat seine Kredite bedienen kann, also $\partial P / \partial Z_{t+1} < 0$. Ferner sei $P(0) = 1$. Der genaue

⁴ Der Einfachheit halber wird angenommen, daß Zahlungseinstellung einen totalen Kreditausfall bedeutet.

Verlauf der Kreditangebotskurve hängt nun sowohl von den Determinanten von Z_{t+1} , als auch von dem funktionalen Zusammenhang von $P(Z_{t+1})$ ab.

Nimmt man etwa an, daß Z_{t+1} linear durch einen Vektor von exogenen Einflüssen X_t , und darüber hinaus durch die Höhe der Staatsverschuldung B_t sowie die zukünftige Belastung des Haushaltes mit den Finanzierungskosten $(i_t + s_t)B_t$ beeinflusst wird, und bezeichnet man mit ε einen Fehlerterm, so kann man die kritische Schuldendienstfähigkeit durch den Ausdruck

$$(3) \quad Z_{t+1} = a X_t' + b B_t + c (i_t + s_t) B_t + \varepsilon$$

beschreiben. Nimmt man außerdem an, daß $P(Z_{t+1})$ einen exponentiellen Verlauf hat, also

$$(4) \quad P(Z_{t+1}) = 1/\exp(Z_{t+1}),$$

so lassen sich Gleichung (3) und (4) in Gleichung (1') einsetzen. Durch Logarithmieren und die allgemeine Approximation von $\log(1 + \xi)$ mit ξ , erhält man für die Risikoprämie den Ausdruck:

$$(5) \quad s_t = [a X_t' + (b + c i_t) B_t] / (1 - c B_t) + \varepsilon'$$

Durch Umformen läßt sich hieraus das Kreditangebot in Periode t herleiten:

$$(5') \quad B_t^{supply} = (s_t - a X_t') / (b + c i_t + c s_t) + \varepsilon''$$

Eine genauere Betrachtung von Gleichung (5') ergibt, daß das Kreditangebot B_t^{supply} nach oben hin begrenzt ist, denn

$$(6) \quad \lim_{s_t \rightarrow \infty} B_t^{supply} = [1 - (a X_t' / s_t)] / [(b/s_t) + (c i_t / s_t) + c] + \varepsilon'' = 1/c .$$

Konkret wird der Staat somit in seiner Kreditaufnahme in $B_t^{\max} = 1/c$ beschränkt. Eine Verschuldung von $B_t \geq 1/c$ ist nicht möglich. Die Steigung der Kreditangebotskurve geht für $B_t \rightarrow 1/c$ gegen unendlich, denn

$$(7) \quad \lim_{B_t \rightarrow 1/c} \partial s_t / \partial B_t = (b + c i_t) / (1 - c/c) + [a c X_t' + b + c i_t] / (1 - c/c)^2 = +\infty .$$

Was bedeutet dies für die Verschuldungsmöglichkeiten der Regierung? Zum einen verteuern die mit der Verschuldung nichtlinear ansteigenden Finanzierungskosten die Kreditaufnahme überproportional. Der zukünftige wirtschafts-

politische Handlungsspielraum der Regierung wird durch die ansteigenden Finanzierungskosten mehr und mehr eingeschränkt. Zum anderen ist das Kreditangebot an der Verschuldungsobergrenze B_t^{\max} nach oben hin beschränkt. Eine Regierung, die nicht auf die Signale des Kapitalmarktes achtet, wird ultimativ kreditrationiert. Vom Kreditangebot am Kapitalmarkt gehen somit zwei disziplinierende Mechanismen aus.⁵ Graphisch ist das Kreditangebot in Abbildung 1 dargestellt.

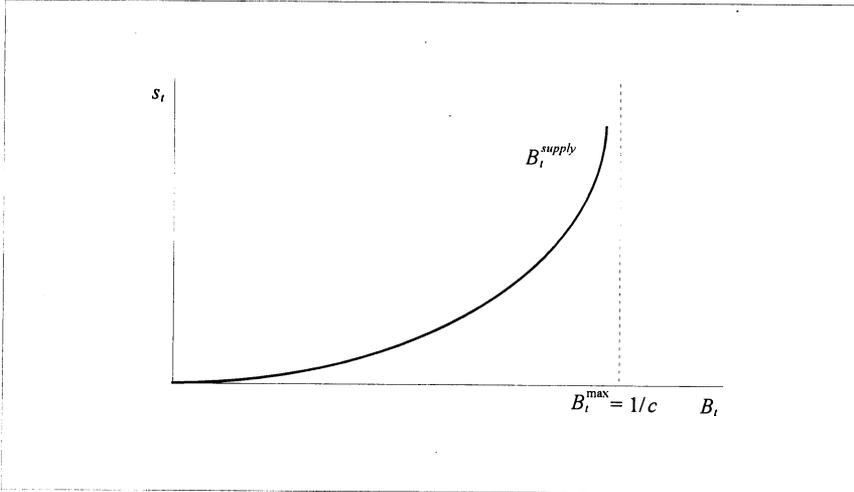


Abbildung 1: Das Kreditangebot am Markt für Staatsschuldtitle

Diese theoretischen Argumente sollen im folgenden anhand einer empirischen Untersuchung von Staatsschuldtitlen von Mitgliedsländern der Europäischen Union überprüft werden.

C. Staatsschuldtitle am Eurobondmarkt

Das Kreditangebot für Staatsschuldtitle von Mitgliedsländern der Europäischen Union soll hier anhand von Fremdwährungsanleihen analysiert werden. Eine Analyse von Staatsanleihen in der jeweils heimischen Währung, konkret der Vergleich von belgischen Staatsschuldtitlen in belgischen Franc mit spanischen Staatsschuldtitlen in spanischen Peseten, würde nur sehr begrenzte Aussagen über die Bonitätsrisikoprämien der entsprechenden Länder erlauben. Die

⁵ Vgl. Lane (1993), S. 56 f.

Renditedifferenzen eines solchen Vergleichs würden in erster Linie die unterschiedlichen Zinsänderungserwartungen der Anleger in den einzelnen Währungen widerspiegeln. Demgegenüber ermöglicht eine Analyse von Fremdwährungsanleihen in jeweils einer bestimmten Währung, wie etwa der Vergleich der Renditen von DM Anleihen Belgiens und DM Anleihen Spaniens, eine Untersuchung des vom Kapitalmarktes antizipierten Bonitätsrisiko der einzelnen Länder, losgelöst von deren Währungsrisiko. Solche Fremdwährungsanleihen werden am Eurobondmarkt emittiert. Beobachtungszeitraum ist Januar 1991 bis September 1997.

Fokus der Analyse ist hier der *Primärmarkt*, d.h. das Kreditangebot im Zeitpunkt der Plazierung der Anleihen bei den Anlegern. Zwar werden die meisten Schuldtitel regelmäßig auch nach der Emission unter Anlegern am *Sekundärmarkt* gehandelt, doch nur am *Primärmarkt* treffen das Kreditangebot der Anleger und die Kreditnachfrage einer Regierung tatsächlich aufeinander. Nur am *Primärmarkt* werden die tatsächlichen Finanzierungskosten eines Staates bestimmt.

I. Spezifikation der Schätzgleichung

Als volkswirtschaftliche Determinanten, die die kritische Schuldendienstfähigkeit beeinflussen, sollen hier die Arbeitslosigkeit, die Höhe des konventionellen Haushaltsdefizites und die Höhe des primären Haushaltsdefizites betrachtet werden. Außerdem soll der Emissionsbetrag der jeweiligen Anleihe in die Analyse mit aufgenommen werden. Schließlich soll mit Hilfe einer Dummy Variable untersucht werden, welchen Einfluß die Mitgliedschaft in der Europäischen Union des jeweiligen Landes auf die Risikoprämie seiner Staatsschuldtitel hat.⁶ Nimmt man an, daß $(b + c i_i)$ für alle Schuldner identisch ist, so ergibt sich aus Gleichung (5) folgende nichtlineare Schätzgleichung:

$$(8) \quad s_{j,t,w,m} = a_0 + a_{t,w,m}DUM_{t,w,m} \\ + (a_1B_{j,t} + a_2UN_{j,t} + a_3DEFICIT_{j,t} + a_4PRIM_{j,t} \\ + a_5AMOUNT_{j,t} + a_6EU_{j,t})/(1 - a_7B_{j,t}) + e_{j,t,w,m} .$$

Hierbei werden mit $DUM_{t,w,m}$ Dummy Variablen für die einzelnen Jahre t , für die Emissionswährung w und die Laufzeit der entsprechenden Anleihe m

⁶ Nicht alle untersuchten Staaten waren während des gesamten Beobachtungszeitraums Mitgliedsländer der Europäischen Union. Finnland, Österreich und Schweden sind erst 1995 der Europäischen Union beigetreten.

bezeichnet. $B_{j,t}$ ist die jeweilige Schuldenquote des Landes j im Jahre t , $UN_{j,t}$ die Arbeitslosenquote, $DEFICIT_{j,t}$ das konventionelle Haushaltsdefizit, $PRIM_{j,t}$ das primäre Haushaltsdefizit, $AMOUNT_{j,t}$ der Emissionsbetrag, $EU_{j,t}$ die Dummy Variable für die Mitgliedschaft in der Europäischen Union und $e_{j,t,w,m}$ der Fehlerterm der Schätzgleichung.

Besonderes Augenmerk gilt in der folgenden Schätzung dem Koeffizienten a_7 . Er beschreibt die Nichtlinearität des Kreditangebotes. Ist der geschätzte Wert für a_7 ungleich null und positiv, so deutet dies auf einen nichtlinearen Verlauf des Kreditangebotes mit einem Maximum von $1/a_7$. Ist der geschätzte Wert für a_7 gleich null, so folgt hieraus die Gegenhypothese, nämlich daß das Kreditangebot einen linearen Verlauf hat und nicht beschränkt ist, der Kapitalmarkt also jedes beliebige Schuldenniveau akzeptieren würde.

II. Daten

1. Risikoprämien und Anleihedaten

Im Gegensatz zu den Untersuchungen von *Goldstein und Woglom* (1992), *Eichengreen und Bayoumi* (1994) und *Bayoumi et al.* (1995), die jeweils nur mit Renditedaten gearbeitet haben, die auf Umfragen unter Bond-Händlern basieren,⁷ werden hier tatsächliche Transaktionsdaten verwendet. Fokus der folgenden Untersuchung ist der für die Bestimmung der tatsächlichen Finanzierungskosten des Schuldners entscheidende *Primärmarkt* für Fremdwährungsanleihen.⁸

Die folgende Analyse konzentriert sich, aus Gründen der Übersichtlichkeit, ausschließlich auf Fremdwährungsanleihen in den Währungen US-Dollar, Deutsche Mark, Japanischer Yen, Französischer Franc, Pfund Sterling und Kanadischer Dollar sowie auf Laufzeiten von exakt zwei, drei, fünf, sieben, zehn und dreißig Jahren. Darüber hinaus fließen, in die Untersuchung jeweils nur Anleihen mit identischen Anleihekonditionen ein - speziell nur sog. 'Straight Fixed Coupon Bonds'.

Konkret treffen diese Kriterien im Beobachtungszeitraum auf 124 der insgesamt 647 Fremdwährungsanleihen der Emittenten 'Königreich Belgien', 'Königreich Dänemark', 'Republik Finnland', 'Hellenische Republik' (Griechenland), 'Republik Irland', 'Republik Italien', 'Bundesrepublik Österreich', 'Re-

⁷ Vgl. Bayoumi et al. (1995), S. 1052 f., Eichengreen und Bayoumi (1994), S. 787 und Goldstein und Woglom (1992), S. 240.

⁸ Eine ähnliche Vorgehensweise findet sich bei Edwards (1986), S. 578 f.

publik Portugal', 'Königreich Spanien', 'Königreich Schweden' und 'Vereinigtes Königreich von Großbritannien und Nordirland' zu.⁹

In der Praxis lassen sich Investoren ein Bonitätsrisiko durch einen Renditeaufschlag zu einer bestimmten 'risikolosen' Referenzanleihe vergüten, d.h. einer 'Benchmark'-Anleihe in gleicher Währung, mit ähnlicher Fälligkeit und ähnlichem Kupon.¹⁰ Diesen Renditeaufschlag bezeichnet man allgemein als 'Investor Spread', die Rendite der Investoren entsprechend als 'Investor Yield'. Der bei Emission beobachtete 'Investor-Yield' ist jedoch in der Praxis nicht notwendigerweise identisch mit den tatsächlichen Finanzierungskosten des Schuldners. Dies liegt daran, daß Fremdwährungsanleihen im allgemeinen nicht direkt bei den Investoren plaziert werden, sondern sich die Emittenten für die Begebung von Anleihen am Eurobondmarkt regelmäßig eines Bankenkonsortiums bedienen. Da jedoch nicht immer garantiert ist, daß dem Bankenkonsortium die Platzierung des gesamten Anleihebetrages auf Anhieb gelingt, lassen sich die Bankenkonsortien das Platzierungs- oder 'Underwriting'-Risiko jeweils mit einem weiteren Aufschlag auf die Emissionsrendite vergüten. Die tatsächlichen Finanzierungskosten des Emittenten liegen somit in der Regel über dem 'Investor Yield'. Sie werden in der Praxis als 'All-in Yield' bezeichnet. Den letztendlich für die tatsächlichen Finanzierungskosten des Emittenten relevanten Renditeaufschlag bezeichnet man als 'All-in Spread'. Im folgenden werden daher als Maß für die Bonitätsrisikoprämien 'All-in Spreads' analysiert. Die Werte der beobachteten 'All-in Spreads' liegen zwischen 0,03 % und 2,43 %, bei einem Durchschnitt von 0,51 % und einer Standardabweichung von 0,41 %.

Neben den Risikoprämien wird in der Schätzung auch der Einfluß des jeweiligen Emissionsbetrages untersucht. Als Emissionsbetrag wird hier jeweils der Gegenwert in US-Dollar am Tag der Emission verwendet. Die Beträge schwanken zwischen 10 Mio. US-Dollar und 3.500 Mio. US-Dollar bei einem Durchschnitt von 833 Mio. US-Dollar und einer Standardabweichung von 693 Mio. US-Dollar.

⁹ Quelle der Transaktionsdaten waren die Datenbanken 'International Financing Review (IFR) Database', 'Euromoney Capital Data Bondware' und das Händlersystem 'Bloomberg'.

¹⁰ Als 'Benchmark' werden hierzu jeweils Referenzanleihen des Heimatlandes der betreffenden Währung mit ähnlicher Fälligkeit und ähnlichem Kupon gewählt. 'Benchmark'-Anleihen waren jeweils synthetische *US-Treasury Bonds*, deutsche *Bundesanleihen* oder *-obligationen*, japanische *JGBs*, französische *OATs*, britische *Gilts* oder kanadische *Canada Issues* mit identischen Laufzeiten wie die entsprechenden Fremdwährungsanleihen.

2. Verschuldung, Defizite und Arbeitslosigkeit

Für die Verschuldung wird hier die Schuldenquote, d.h. das Verhältnis von Staatsverschuldung zu Bruttoinlandsprodukt, nach EU-einheitlicher Berechnung auf Grundlage des Maastrichter Vertrages verwendet.¹¹ Die Werte für die Schuldenquote schwanken zwischen 23,05% und 137,03%, bei einem Durchschnitt von 82,20 % und einer Standardabweichung von 28,15%. Für die konventionellen Haushaltsdefizite werden hier ebenfalls Daten nach Maßgabe des Maastrichter Vertrages und EU-einheitlicher Berechnung verwendet, und zwar jeweils das Verhältnis des konventionellen Haushaltsdefizites zum Bruttoinlandsprodukt. Die Beobachtungen für die konventionellen Haushaltsdefizite schwanken zwischen 0,44% und 14,18%, bei einem Durchschnitt von 6,28%, und einer Standardabweichung von 3,38%. Für das primäre Haushaltsdefizit wird das Verhältnis des primären Haushaltsdefizites zum Bruttoinlandsprodukt verwendet.

Die Beobachtungen liegen zwischen einem Defizit von 11,29% und einem Überschuß von 5,28%, bei einem durchschnittlichen Defizit von 1,78% und einer Standardabweichung von 4,60%. Schließlich fließen in die Untersuchung die jeweiligen Arbeitslosenquoten ein. Deren Werte liegen zwischen 5,26% und 24,17%, bei einem Durchschnitt von 11,29% und einer Standardabweichung von 4,75%.

D. Ergebnisse

Gleichung (8) wurde unter Verwendung verschiedener Kombinationen der oben beschriebenen Daten und Annahme einer exogenen Kreditnachfrage mit Hilfe der Methode 'Nichtlinearer Einfacher Kleinster Quadrate' geschätzt. Die Ergebnisse sind in Tabelle 1 dargestellt.¹²

In allen drei Schätzungen ist der Koeffizient a_7 , der die Nichtlinearität des Kreditangebotes beschreibt, jeweils signifikant von Null verschieden. Die Gegenhypothese eines linearen Verlaufs des Kreditangebotes kann daher abgelehnt werden. Die Schätzergebnisse deuten jeweils auf einen nichtlinearen Verlauf des Kreditangebotes hin. Das Kreditangebot erreicht sein Maximum bei einem Schuldenniveau von $1/a_7$. Aufgrund dieser Schätzungen erhält man für das ma-

¹¹ Quelle der Daten für die Verschuldung, die konventionellen und die primären Haushaltsdefizite sowie die Arbeitslosenquoten ist die Datenbank 'OECD Fiscal Positions and Business Cycles'.

¹² Der Übersicht halber wird auf eine Darstellung der Konstanten und der Dummy Variablen hier verzichtet.

ximale Kreditangebot, ausgedrückt als Schuldenquote, Werte von 173,1%, 190,0% und 188,8%. Diese Werte liegen innerhalb der von *Wyplosz* (1991) für die Mitgliedsländer der Europäischen Union berechneten Spanne von 150% und 250% für die maximale mit der fiskalischen Solvenzbedingung zu vereinbarenden Schuldenquote.¹³

Tabelle 1

Determinanten von 'All-in Spreads' am Eurobondmarkt

SCHÄTZERGESBISSE:	(I)	(II)	(III)
Schuldenquote: Niveaueffekt (a_1)	-0,0015 ** (-2,58)	-0,0036 * (-1,97)	-0,0034 (-1,83)
Arbeitslosigkeit (a_2)	5,09E-5 (1,31)	1,74E-5 (0,41)	2,19E-5 (0,52)
Defizit (a_3)	0,0002 ** (-2,72)	0,0005 * (-2,08)	0,0006 * (-1,97)
primäres Haushaltsdefizit (a_4)	–	0,0004 * (1,95)	0,0004 (1,87)
Emissionsbetrag (a_5)	–	–	-0,0005 (-1,64)
Mitgliedschaft in der EU (a_6)	0,0002 (0,58)	-0,0004 (-0,72)	-0,0004 (-0,77)
Schuldenquote: Nichtlinearität (a_7)	0,5777 ** (4,97)	0,5263 ** (2,78)	0,5296 ** (2,63)
Beobachtungen	124	124	124
R^2	0,38	0,50	0,53
adj. R^2	0,26	0,40	0,42
F-Statistik	3,15 **	4,95 **	5,08 **
B_I^{\max}	173,1%	190,0%	188,8%

ANMERKUNGEN: Werte in Klammern sind heteroskedastizitäts-konsistente t -Statistiken i.S. von *White* (1980). Ein Stern (*) bedeutet, Koeffizient ist auf einem 5% Signifikanzniveau von null verschieden. Zwei Sterne (**) bedeuten, Koeffizient ist auf einem 1% Signifikanzniveau von null verschieden. Die Konstanten und die Koeffizienten der Dummy Variablen sind aus Gründen der Übersichtlichkeit hier nicht abgedruckt.

Darüber hinaus deuten die Koeffizienten der weiteren Variablen darauf hin, daß insbesondere das konventionelle Haushaltsdefizit die Risikoprämie signifikant beeinflusst. Überraschend ist dagegen, daß die Arbeitslosigkeit in keiner der drei Schätzungen die Höhe der Risikoprämie beeinflusst.

Ein häufig genannter Vorwurf gegen die Analyse von Renditedifferenzen am Eurobondmarkt ist, daß diese ganz erheblich von der Größenordnung des Emissionsbetrages und der Anzahl der gehandelten Papiere abhängig seien. Die Renditeaufschläge würden daher nicht das Kreditrisiko der untersuchten Anlei-

¹³ Vgl. *Wyplosz* (1991), S. 173. Als eine der höchsten je in einem industrialisierten Land erreichte Schuldenquote gilt das Schuldenniveau Großbritanniens von 272% im Jahre 1947, vgl. *Buiter* (1985), S. 16.

hen reflektieren, sondern nur die Tatsache, daß der Markt in diesen Papieren ‘illiquide’ sei.¹⁴ Im Rahmen dieses Modellrahmens kann jedoch der Vorwurf, daß die jeweiligen Emissionsbeträge die Renditeaufschläge der Anleihen beeinflussen, abgelehnt werden. Die beobachteten Renditeaufschläge können daher in der Tat als Risikoprämien für eine ‘exzessive’ Defizitpolitik und hohe Staatsverschuldung verstanden werden.

Schließlich kann die Hypothese, daß eine Mitgliedschaft in der Europäischen Union die Risikoprämie aufgrund gesteigerter ‘bail out’ Erwartungen reduziert, abgelehnt werden. Die Koeffizienten für die Dummy Variable ‘Mitgliedschaft in der Europäischen Union’ sind jeweils nicht signifikant von Null verschieden. Die Ergebnisse dieser Schätzungen lassen den Schluß zu, daß das Kreditangebot am Markt für Staatsschuldtitel einen nichtlinearen Verlauf hat. Die Schätzungen unterstützen den theoretischen Modellrahmen, wonach der Kapitalmarkt mit zunehmender Verschuldung eine überproportional ansteigende Risikoprämie verlangt und ultimativ das Kreditangebot rationiert.

D. Zusammenfassung

Der Kapitalmarkt verlangt Bonitätsrisikoprämien für hohe Niveaus der Staatsverschuldung, auch wenn die Schuldner Mitgliedsländer der Europäischen Union sind. Ansteigende Schuldenniveaus werden mit überproportional zunehmenden Risikoprämien bestraft. Nach oben hin ist das Kreditangebot des Kapitalmarktes beschränkt. Was bedeuten diese Ergebnisse für die geplante Europäische Währungsunion? Der Kapitalmarkt hat in der Vergangenheit zwischen Mitgliedsländern der Europäischen Union mit divergierenden Defizitpolitiken unterschieden. Gesteigerte ‘bail out’ Erwartungen durch eine Mitgliedschaft in der Europäischen Union, welche die Risikoprämien abgeschwächt hätten, ließen sich im Rahmen dieser Untersuchung nicht nachweisen. Es läßt sich daher vermuten, daß der Kapitalmarkt auch in Zukunft zwischen den Staatsschuldtiteln einzelner Mitgliedsländer differenzieren wird. Mit dem Wegfall landesspezifischer Abwertungsrisiken könnten schuldnerspezifische Bonitätsrisikoprämien sogar noch an Bedeutung gewinnen.

¹⁴Vgl. etwa Favero et al. (1996), S. 11.

Literaturverzeichnis

- Alesina, A., de Broeck, M., Prati, A. und Tabellini, G. (1992)*, Default risk on government debt in OECD countries, in: *Economic Policy*, Vol. 15, October 1992, S. 428-463.
- Bayoumi, T. A.; Goldstein, M. und Woglom, G. (1995)*, Do Credit Markets Discipline Sovereign Borrowers? Evidence from US States, in: *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 27, No. 4, (November 1995, Part 1), S. 1046-1059.
- Buiter, W. H. (1985)*, A guide to public sector debt and deficits, in: *Economic Policy*, Vol. 1, 1985, S. 13-79.
- Edwards, S. (1986)*, The Pricing of Bonds and Bank Loans in International Markets, in: *European Economic Review*, Vol. 30, 1986, S. 565-589.
- Eichengreen, B. und Bayoumi, T. (1994)*, The political economy of fiscal restrictions: Implications for Europe from the United States, in: *European Economic Review*, Vol. 38, 1994, S. 783-791.
- Favero, C.; Giavazzi, F. und Spaventa, L. (1996)*, High Yields: The Spread on German Interest Rates, NBER Working Paper, No. 5408, January 1996.
- Goldstein, M. und Woglom, G. (1992)*, Market-based fiscal discipline in monetary unions: evidence from the US municipal bond markets, in: *Establishing a central bank: issues in Europe and lessons from the US*, Canzoneri, Matthew B. und Grilli, Vittorio (Hrsg.), Cambridge u.a., 1992: Cambridge University Press, S. 228-269.
- Lane, T. D. (1993)*, Market Discipline, in: *IMF Staff Papers*, Vol. 40, No. 1, March 1993, S. 53-88.
- White, H. (1980)*, A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix and a Direct Test for Heteroskedasticity, in: *Econometrica*, Vol 48, 1980, S. 817-838.
- Wyplosz, C. (1991)*, Monetary Union and fiscal policy discipline, in: *European Economy*, special edition, No. 1, The economics of EMU, Background studies for European Economy No. 44, 'One market, one money', Commission of the European Communities Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Kap. 8, Brüssel, 1991, S. 165-184.

Risikoprämie auf dem deutschen Rentenmarkt im Vorfeld der Europäischen Währungsunion

Von Peter Bartetzky

Eine so gewaltige Veränderung der monetären Bedingungen, wie die EWU sie darstellt, bedeutet eine erhebliche Unsicherheit¹ für die Marktteilnehmer auf den Rentenmärkten. Diese Unsicherheit wird durch die Diskussion über das „Wie“, das „Wann“ und gegebenenfalls „Ob überhaupt“ noch zusätzlich verstärkt. Es wäre zu vermuten, daß die Anleger für diese Unsicherheit eine Art Risikoprämie verlangen. In dem folgenden Beitrag soll mit Hilfe einer empirischen Analyse die Frage beantwortet werden, ob eine solche Risikoprämie im Vorfeld der EWU auf dem deutschen Rentenmarkt tatsächlich existiert. Diese Frage ist nicht nur von theoretischem Interesse; sie ist im Rahmen des Risikomanagements der Kreditinstitute auch praktisch relevant.

A. Definition der Risikoprämie

Bevor die Frage der Existenz einer Risikoprämie diskutiert wird, muß zuerst definiert werden, was als Risiko von den Anlegern betrachtet werden und woran die eventuelle Risikoprämie erkannt werden kann. Dies wird durch die Tatsache erschwert, daß durch die Anleger auf dem Rentenmarkt intuitiv zwei verschiedene Gefahren als Risiko betrachtet werden.

Im ersten Fall wird als Risiko die Gefahr betrachtet, daß die Anlage einen Wertverlust erleidet, oder allgemeiner formuliert, daß die Anlage nicht den angestrebten Ertrag erwirtschaftet². Das heißt, der Wert der Anlage weicht am

¹ Diese Unsicherheit bezieht sich nicht nur auf die Höhe des künftigen Zinsniveaus, sondern auch auf die Fülle von „technischen“ Problemen bei der Einführung eines einheitlichen Kapitalmarktes. Vgl. Europäische Kommission: Auswirkungen des Euro auf die Kapitalmärkte, Brüssel, 2. Juli 1997.

² Diese Interpretation des Risikos entspricht der in den meisten Lehrbüchern der Bankbetriebslehre anzutreffenden Definition des Risikos als der Gefahr einer negativen Abweichung des tatsächlichen Ergebnisses vom geplanten Ergebnis. Vgl. beispielsweise Betge, P.: Bankbetriebslehre, 1996, S. 273 oder Schierenbeck, H.: Ertragsorientiertes Bankmanagement, 4. Überarb. u. erw. Auflage, 1994, S. 516 ff.

Ende des Betrachtungshorizontes von dem Erwartungswert der Anlage nach unten ab. Bei dieser Definition des Risikos kann sich die Prämie, die für die Gefahren aus der europäischen Integration verlangt wird, äußern als

1. Höhe des nominalen Zinsniveaus,
2. Höhe des realen Zinsniveaus,
3. Steigung der Zinsstrukturkurve oder
4. "Unregelmäßigkeiten" in den Forwardsätzen.

Eng verwandt mit dieser Definition des Risikos ist die Definition des Risikos als die Gefahr, daß die Anlage auf dem deutschen Rentenmarkt am Ende der Betrachtungsperiode einen geringeren Ertrag erwirtschaftet als eine Alternativanlage auf einem anderen Kapitalmarkt. In diesem Fall wird nicht auf den absoluten Erwartungswert der Anlage auf dem deutschen Rentenmarkt abgestellt, sondern auf den Vergleich mit dem Ertrag einer anderen Anlage. Bei dieser Definition des Risikos kann sich die Prämie, die für die Gefahren aus der europäischen Integration verlangt wird, äußern als

5. Höhe des Renditeabstandes zu anderen Rentenmärkten oder
6. Höhe des Renditeabstandes zu anderen Anlageformen.

Im zweiten Fall wird als Risiko die Gefahr betrachtet, daß die Schwankungen des Zinsniveaus auf dem deutschen Rentenmarkt im Zuge der europäischen Integration zunehmen³. In diesem Fall wird also nicht auf den Erwartungswert des Ertrages aus einer Rentenanlage abgestellt, sondern auf die Varianz der Erträge. Diese Definition des Risikos äußert sich dann als

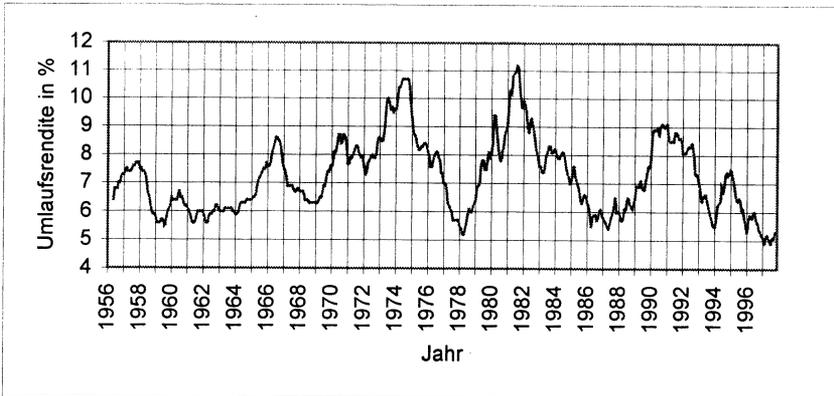
7. höhere Volatilität der Zinsen oder
8. höhere implizite Volatilität in den Preisen für derivative Produkte.

B. Höhe des Zinsniveaus

Der Hypothese, daß die Höhe der Nominalzinsen eine Risikoprämie widerspiegelt, liegt die Annahme zugrunde, daß die Investoren auf dem deutschen Rentenmarkt nur dann die aus der EWU resultierende Unsicherheit akzeptieren

³ In dieser Definition umfaßt das Risiko sowohl die Gefahr einer negativen als auch einer positiven Abweichung der tatsächlichen von den erwarteten Ergebnissen. Diese Auffassung des Risikos ist vorherrschend in der Literatur, die sich gezielt mit dem Risikomanagement beschäftigt. Vgl. beispielsweise Poppensieker, Th.: Strategisches Risikomanagement in den deutschen Großbanken, 1997, S. 6. oder Eller, R./ Deutsch, H.-P.: Derivate und Interne Modelle, 1998, S. 202 ff. Auch der vor kurzem verkündete neue Grundsatz I des BAKred läßt sich nach dieser Interpretation des Risikos leiten.

würden, wenn sie auf der anderen Seite durch entsprechend hohe Zinserträge entschädigt wären. Das gegenwärtige Zinsniveau mit den historischen Tiefständen in der Umlaufrendite öffentlicher Anleihen gibt, wie die Abbildung 1 zeigt, allerdings für diese Vermutung keinen Anlaß.



Quelle: Daten aus Deutsche Bundesbank: Kapitalmarktstatistik, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht, Reihe 2, Teil II, Festverzinsliche Wertpapiere inländischer Emittenten, Tabelle 7b.

Abbildung 1: Entwicklung des Zinsniveaus in Deutschland

Dem kann aber entgegnet werden, daß sich die Anlageentscheidungen nicht nur nach der Höhe der Nominalverzinsung richten, sondern auch die Realverzinsung der Anlage berücksichtigen.

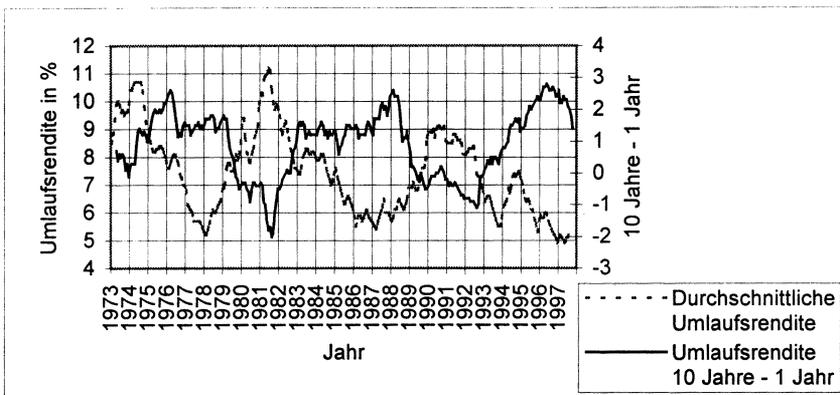
Bei einer Inflationsrate (definiert als Steigerung des Preisindex für die Lebenshaltung der privaten Haushalte in Westdeutschland) von ca. 2 % im Jahr 1997 bewegt sich die Realverzinsung auf dem Niveau von etwa 3 %. Dies ist deutlich niedriger als der langfristige Durchschnitt der Realverzinsung von ca. 4 %. Damit deutet auch die Höhe der Realverzinsung nicht auf die Existenz einer Risikoprämie auf dem deutschen Rentenmarkt hin.

C. Form der Zinsstrukturkurve

Nachdem festgestellt werden konnte, daß das nominale und reale Zinsniveau nicht auf die Existenz einer Risikoprämie hindeuten, kann vermutet werden, daß eventuell die Steigung der Zinsstrukturkurve eine Risikoprämie enthält. Hinter dieser Vermutung steht die Annahme, daß die Investoren für Wertpapiere mit längeren Laufzeiten, die über den Zeitpunkt der Währungsunion hinausgehen, eine Risikoprämie verlangen. Die Zinsstrukturkurve würde dann, da für die kur-

zen Laufzeiten auf dem Rentenmarkt eine entsprechende Risikoprämie nicht vorliegen würde, einen außergewöhnlich steilen Verlauf aufweisen.

Die Abbildung 2 zeigt - als Indikator für die Steilheit der Zinsstrukturkurve - den Verlauf des Spreads zwischen der Umlaufrendite für öffentliche Anleihen mit einer Restlaufzeit mit zehn Jahren und mit einem Jahr seit 1973. Die Form der derzeitigen Zinsstrukturkurve - verglichen mit den Forwardsätzen - ist in der Abbildung 3 wiedergegeben. Die Abbildung 2 zeigt, daß die Steilheit der Zinsstrukturkurve in den letzten Jahren zugenommen hat.



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank.

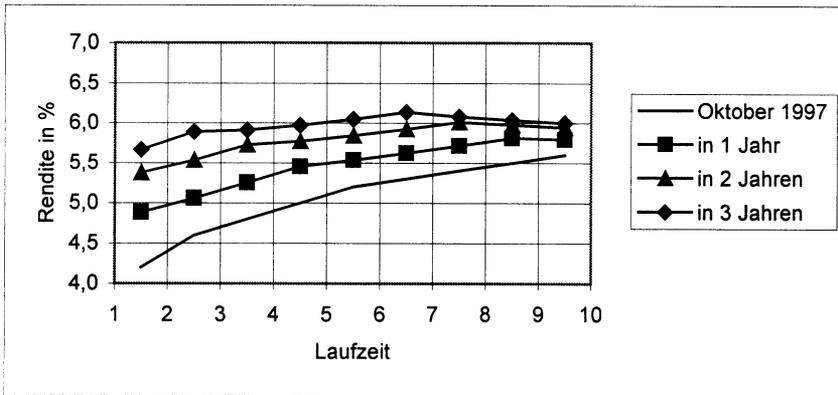
Abbildung 2: Die Entwicklung der Zinsstruktur

Diese Steilheit der Zinsstrukturkurve ist jedoch eher auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen, bei dem regelmäßig - im Einklang mit der Erwartungstheorie des Zinses - eine steile Zinsstruktur vorherrscht, als auf eine besondere Risikoprämie am langen Ende der Zinsstrukturkurve. Dies zeigt auch der Vergleich mit den Niedrigzins-Perioden 1977 bis 1978 und 1986 bis 1988, in denen ähnliche Spreadwerte erreicht worden sind, so daß auch aus dem gegenwärtig steilen Verlauf der Zinsstrukturkurve keine Hinweise auf das Vorliegen einer Risikoprämie auf dem deutschen Rentenmarkt abgeleitet werden können.

D. Verlauf der Forwardsätze

Nachdem die Analyse der gegenwärtigen Zinssätze - sowohl bei den Durchschnittssätzen als auch bei den Zinssätzen für die einzelnen Laufzeiten - keine Hinweise auf das Vorhandensein einer Risikoprämie ergeben hat, könnten aber eventuell die Forwardsätze einen Hinweis auf eine Risikoprämie liefern. Die Forwardsätze sind Zinssätze, die in der Zukunft erreicht werden müssen, damit

alle Laufzeiten den gleichen Ertrag erbringen. Sie beantworten z.B. die Frage, wie hoch die Zinssätze für einjährige Wertpapiere in einem Jahr sein müssen, damit eine Anlage heute in einjährigen Wertpapieren und eine Wiederanlage in einjährigen Wertpapieren in einem Jahr insgesamt den gleichen Ertrag erbringt wie eine heutige Anlage in zweijährigen Wertpapieren. Die Forwardsätze werden aus den gegenwärtigen Zinssätzen abgeleitet und zeigen die Zinssätze, die vom Markt implizit erwartet werden.



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank für den Oktober 1997.

Abbildung 3: Die Entwicklung der Forwardsätze

Die Abbildung 3 zeigt die gegenwärtige Zinsstruktur (Oktober 1997) und die Forwardsätze in einem, in zwei und in drei Jahren⁴. Aus der Abbildung ist ersichtlich, daß die Forwardsätze aufgrund der steilen Zinsstrukturkurve weit über den gegenwärtigen Zinssätzen liegen. Der Markt erwartet also steigende Zinsen. Für die Beantwortung der Frage der Existenz einer Risikoprämie ist aber entscheidend, daß die Forwardkurven keine "Unregelmäßigkeiten" aufweisen, die darauf hindeuten würden, daß nach der Währungsunion besondere Risiken für den Rentenmarkt erwartet werden.

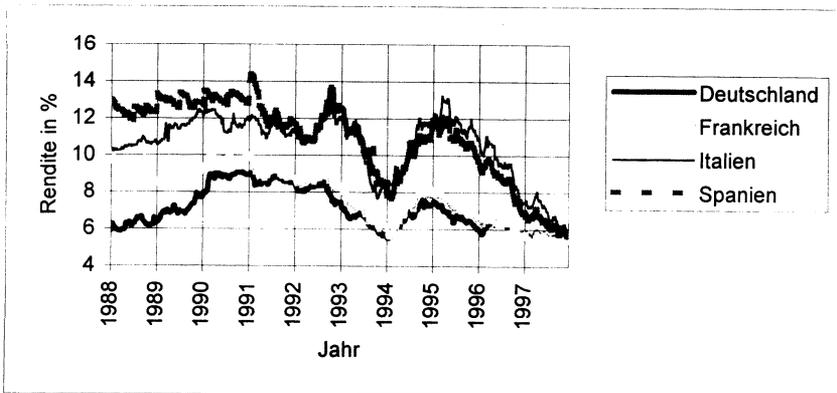
⁴ Bei den Berechnungen wurde zuerst aus der aktuellen Zinsstrukturkurve die Nullkuponstrukturkurve ermittelt, anschließend daraus die Forward-Nullkuponstrukturkurve, die schließlich auf die Forward-Zinsstrukturkurve umgerechnet wurde. Diese Vorgehensweise hat den Vorteil, daß die ermittelten impliziten Renditesätze nicht mit der errechneten (und nicht allgemein bekannten) Nullkuponstrukturkurve verglichen werden müssen, sondern mit der aktuellen (und vertrauten) Zinsstrukturkurve unmittelbar vergleichbar sind. Die Berechnungen wurden durchgeführt mit dem Programm Rendite 4 der Moosmüller & Knauf Software GmbH.

E. Höhe des Renditeabstandes zu anderen Rentenmärkten

Bei der Analyse des deutschen Rentenmarktes selbst konnte kein Hinweis auf die Existenz einer Risikoprämie gefunden werden. Damit ist aber die Frage der Existenz einer Risikoprämie nicht vollständig geklärt, weil nicht ausgeschlossen werden kann, daß für eine Anlage auf dem deutschen Rentenmarkt insgesamt im Vergleich zu den anderen Kapitalmärkten eine Risikoprämie gezahlt wird. Dies wäre dann zu vermuten, wenn die EWU vor allem auf die Anlagen auf dem deutschen Rentenmarkt negativere Folgen hätte als auf die Anlagen auf den anderen Kapitalmärkten.

In diese Richtung zeigt die Diskussion über die Härte des Euro. Wenn der Euro eine weiche Währung wird, dann werden vor allem die Anlagen auf dem deutschen Rentenmarkt darunter leiden, weil auf dem deutschen Rentenmarkt wegen der vergleichsweise harten Währung traditionell ein relativ niedriges Zinsniveau vorherrscht. Ein weicher Euro würde ein höheres Zinsniveau bewirken, bei dem die Anlagen auf Rentenmärkten mit einem niedrigen Zinsniveau nach der Umstellung auf Euro Kursverluste erleiden würden und nur Anlagen auf Rentenmärkten mit einem noch höheren Zinsniveau Kursgewinne verzeichnen würden.

Falls eine Unsicherheit in dieser Richtung existiert und sich in einer Risikoprämie ausdrückt, dann müßte der Renditeabstand zu den anderen Währungen sich in der letzten Zeit vergrößert haben. Die Abbildung 4 zeigt den Renditeverlauf in den Ländern, bei denen zur Zeit allgemein angenommen wird, daß sie von Anfang an zur EWU gehören werden. Im einzelnen wurde die Rendite öffentlicher Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit in Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien dargestellt.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Abbildung 4: Konvergenz zu den EWU-Währungen

Der Verlauf der Renditen in diesen Ländern in den letzten Monaten zeigt deutlich eine Konvergenz, was gegen die Vermutung der Existenz einer besonderen Risikoprämie auf dem deutschen Rentenmarkt spricht. Zusätzlich wurde der Renditeverlauf in Deutschland mit dem Renditeverlauf für zehnjährige Staatsanleihen in den USA und der Schweiz als zwei bedeutenden Nicht-EWU-Ländern in der Abbildung 5 verglichen. Falls der Renditeabstand zu diesen Ländern wachsen sollte, wäre es ein Hinweis dafür, daß auf dem deutschen Rentenmarkt im Vergleich zu den Nicht-EWU-Ländern eine Risikoprämie existiert.

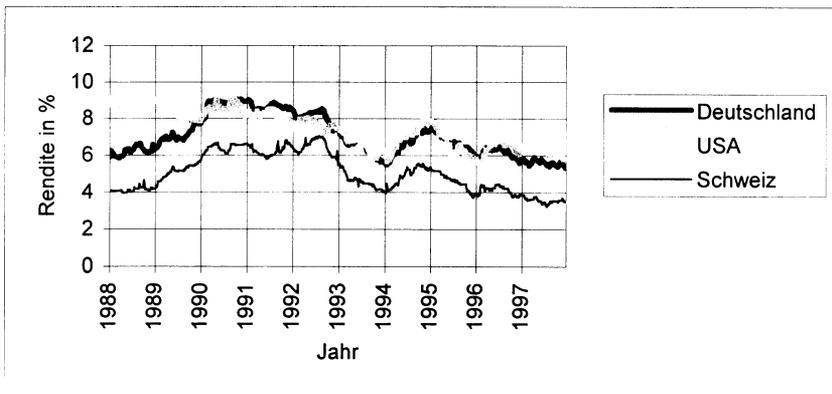


Abbildung 5: Paralleler Verlauf zu den Nicht-EWU-Währungen

Der Vergleich der Renditeverläufe in Deutschland, den USA und der Schweiz zeigt jedoch in den letzten Jahren eine ziemlich parallele Entwicklung, so daß insgesamt aus dem Verlauf der Renditen in den verschiedenen Ländern keine Indizien für eine Erhöhung des Renditeabstandes abgeleitet werden können. Damit können auch keine Hinweise auf eine Risikoprämie für Anlagen auf dem deutschen Rentenmarkt gewonnen werden.

F. Höhe des Spreads zum Aktienmarkt

Neben der Möglichkeit, auf den internationalen Rentenmärkten zu investieren, haben die Anleger auch die Möglichkeit, auf dem Aktienmarkt zu investieren. In Deutschland liegt die Dividendenrendite (definiert als Verhältnis der Dividendengutschrift zum Aktienkurs) traditionell deutlich unter der Rendite der Rentenanlage. Falls der Abstand zwischen der Rendite der Rententitel und der Dividendenrendite der Aktien in den letzten Jahren sich wesentlich vergrößert hätte, so wäre es ein Hinweis darauf, daß die Anleger auf dem Rentenmarkt eine Risikoprämie im Vergleich zu der Anlage auf dem Aktienmarkt verlangen.

Da die Aktienanlage als wesentlich resistenter gegen Inflationsgefahren gilt als die Anlage in Rententiteln, könnte sich in dieser Risikoprämie vor allem die Befürchtung widerspiegeln, daß nach der Währungsunion die Inflation ansteigen wird.

Leider sind offizielle Zahlen zu der durchschnittlichen Dividendenrendite auf dem deutschen Aktienmarkt nicht erhältlich⁵. Die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte Zeitreihe der Dividendenrendite endet mit dem Juni 1995. In den Jahren bis 1995 schwankte die durchschnittliche Dividendenrendite (inklusive Steuergutschrift) in Deutschland in der Nähe von ca. 3 %. Nach den internen Berechnungen der Hamburger Sparkasse bewegt sich die durchschnittliche Dividendenrendite (inklusive Steuergutschrift) des deutschen Aktienmarktes zur Zeit eher in der Nähe von 2 %.

Die Aussage des Vergleiches wird jedoch durch eine abweichende Systematik der Berechnungen stark beeinträchtigt. Die Berechnungen der Hamburger Sparkasse beziehen sich auf nur ca. 100 Aktiengesellschaften und schließen die Banken und Versicherungen, die traditionell eine Dividendenrendite haben, die unter dem Durchschnitt liegt, explizit aus.

Trotz dieser Einwände ist auf Grund des sehr hohen Aktienmarktniveaus eher davon auszugehen, daß die Dividendenrendite im Vergleich zu den früheren Jahren abgenommen hat. Dies kann als ein Hinweis gewertet werden, daß den Anlegern die Risikoprämie in der Rendite auf dem Rentenmarkt im Vergleich zu den Risiken zu gering ist und sie tendenziell mehr zu einer Anlage auf dem Aktienmarkt neigen.

G. Volatilität

Während bisher als Risiko die Gefahr des Wertverlustes des Vermögens oder einer Minder-Performance im Vergleich zu anderen Anlageformen verstanden wurde, werden bei der Volatilität die Schwankungen (entweder als Standardabweichung oder als Varianz) des Wertes als Risiko betrachtet. Aus der Tabelle 1, die die Entwicklung der Varianz in den einzelnen Jahrzehnten zeigt, ist ersichtlich, daß die Volatilität der Umlaufrendite auf monatlicher Basis in den neunziger Jahren insgesamt sich in etwa auf dem Durchschnittsniveau befindet. Die Volatilität im Jahr 1997 ist jedoch besonders gering. Die Ergebnisse des Vergleiches der Volatilitäten auf dem deutschen Rentenmarkt im Zeitablauf spre-

⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank: Kapitalmarktstatistik, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht, Reihe 2, Teil IV, Aktien inländischer Emittenten, Tabelle 2. Die Deutsche Börse AG hat die Veröffentlichung dieser Zeitreihe noch nicht übernommen.

chen also dafür, daß das Risiko der Anlage auf dem deutschen Rentenmarkt abgenommen hat.

Tabelle 1
Varianz der Umlaufrendite

<i>Periode</i>	<i>Varianz</i>
gesamt	0,0447
1956 - 1959	0,0233
1960 - 1969	0,0165
1970 - 1979	0,0518
1980 - 1989	0,0705
1990 - 1997	0,0492
Jahr 1997	0,0232

Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Daten der Deutschen Bundesbank.

Entscheidender ist in diesem Zusammenhang vielleicht aber noch die Frage, ob auf dem Markt nicht trotzdem höhere implizite Volatilitäten in den Preisen für derivative Instrumente durchgesetzt werden. Die implizite Volatilität ist ein Bestandteil von Preisformeln für alle derivativen Instrumente mit Optionscharakter. Eine höhere implizite Volatilität könnte als Hinweis für eine in der Zukunft erwartete höhere Volatilität des Rentenmarktes betrachtet werden. Der entsprechend höhere Preis wäre dann als eine Entschädigung für das höhere Risiko zu interpretieren.

In Deutschland existieren zur Zeit leider keine börsengehandelten derivativen Instrumente mit Optionscharakter, die im Zusammenhang mit dem Rentenmarkt stehen. Damit existiert leider keine Zeitreihe mit impliziten Volatilitäten auf dem Rentenmarkt (im Gegensatz zu dem Aktienmarkt), die einen quasi offiziellen Charakter hätte. Eine Umfrage unter Händlern von Optionen auf Bundesanleihen hat aber ergeben, daß zumindest bei diesem Instrument zur Zeit eher unterdurchschnittliche Werte der impliziten Volatilität bezahlt werden.

H. Schlußfolgerung

Im Rahmen der Analyse wurden verschiedene Indikatoren für die Existenz einer erhöhten Risikoprämie auf dem deutschen Rentenmarkt im Vorfeld der EWU kurz beleuchtet. Für alle diese Indikatoren gilt, daß die Risikoprämie

nicht direkt ablesbar ist und nur indirekt aus der Höhe des Indikatorwertes abgelesen werden kann und daß die Höhe auch durch viele andere Faktoren bestimmt wird. Insofern kann aus der Tatsache, daß aus den einzelnen Indikatoren sich jeweils kein Hinweis auf die Existenz einer Risikoprämie ergibt, nicht zwingend geschlossen werden, daß eine solche Prämie nicht existiert.

Die Tatsache aber, daß mit Ausnahme der Dividendenrendite dies für alle analysierten Indikatoren gilt, kann schon als ein deutliches Indiz dafür gewertet werden, daß eine Risikoprämie für die Gefahren aus der europäischen Integration auf dem deutschen Rentenmarkt nicht existiert. Im Gegenteil, die Ergebnisse der Analyse sprechen dafür, daß die Risikoprämie auf dem deutschen Rentenmarkt im Vorfeld der EWU eher gesunken als gestiegen ist.

Integration der mittel- und osteuropäischen Reformländer in die europäischen Finanzmärkte

Von Sonning Bredemeier und Ulrike Witte

Sofort nach Beginn der politischen Wende sollte als Voraussetzung für ein kontinuierliches Wirtschaftswachstum ein stabiler und leistungsfähiger lokaler Banken- und Finanzmarkt geschaffen werden, denn „der Finanzsektor ist ... einer der sensibelsten Bereiche für Wachstumsmärkte, sogenannte Emerging Markets - und als solche gelten die Märkte Mittel- und Osteuropas...“¹. Während die Trennung in Noten- und Geschäftsbanken schnell abgeschlossen wurde, erwies sich die Sanierung der Geschäftsbanken als schwer zu lösendes Problem.² Ursachen hierfür waren zum einen die Übernahme aller Forderungen im Zug der Ausgliederung aus der Notenbank und zum anderen die gründungsbedingt einseitige Kundenstruktur, das sog. „Klumpenrisiko“. Verschärft wurde dieses Problem in der Anpassungskrise der Volkswirtschaften Mittelost-Europas (MOE) während der ersten Phase des Transformationsprozesses, als zahlreiche Unternehmen unter Zahlungsschwierigkeiten litten. Aufgrund der ungenügenden Eigenkapitalausstattung der Banken waren Abschreibungen der notleidenden Kredite in der Regel nicht möglich, so daß die Kreditinstitute die Darlehen regelmäßig prolongierten.

A. Restrukturierung des Bankensystems

Eine Entschuldung der Banken wurde dann mit Unterstützung der Weltbank eingeleitet, wobei zwischen einem zentralistischen und einem dezentralen Ansatz³ unterschieden wurde:

- Während beim zentralistischen Modell die Bankbilanzen saniert wurden, indem uneinbringliche Kredite ganz oder in Teilen an staatliche Institutionen abgegeben werden konnten,

¹ Stepic, H., S. 1.

² Vgl. Androsch, H., S. 763.

³ Vgl. Androsch, H., S. 764.

- wurde beim dezentralen Modell die Sanierung der Unternehmen den Banken überlassen; die Kreditinstitute wurden dabei mit Hilfe zufließenden staatlichen Kapitals unterstützt.

Inzwischen hat sich herausgestellt, daß die „reinen“ Modellvarianten in den meisten Fällen versagt haben. Die direkte Übernahme uneinbringlicher Kredite z.B. führt in der Regel zu einer Fehlallokation von Ressourcen, da sie die Kreditdisziplin verwässert. Vielmehr war eine Restrukturierung nur dann erfolgreich, wenn Spezialinstitute oder eine Regierungsagentur (Modell „Treuhandanstalt“) eingeschaltet wurden, da Spezialkenntnisse im Bereich der Privatisierung bzw. spezielle Marktkenntnisse erforderlich sind. Ohne staatliche Kapitalzuflüsse kamen jedoch die meisten Banken - zumindest zu Beginn des Umstrukturierungsprozesses - nicht aus.

Das Ausmaß der uneinbringlichen Kredite der MOE-Banken fiel deutlich höher aus als bislang angenommen. Vor allem politisch bedingte Verzögerungen bei der Sanierung haben die Kosten vervielfacht. Die Regierungen der Reformstaaten mußten zwischen 1990 und 1995 laut WIIW-Studie⁴ 250 Mrd. USD (d.h. 10 v.H. des BIP) aufbringen. Zum Vergleich dazu war die Sanierung der Bankensysteme in Skandinavien mit einem Anteil von 6 - 8 v.H. gemessen am BIP bzw. die Konkurswelle bei den US-Sparkassen (2 v.H. des BIP) nicht so gravierend.

Hierzu ist jedoch anzumerken, daß Bankenkonkurse für eine Volkswirtschaft erheblich bedenklicher sind als Unternehmenszusammenbrüche; dies gilt für eine im Aufbau befindliche Marktwirtschaft in besonderem Maß. Das daraus abgeleitete Signal kann in mehrere Richtungen gedeutet werden: Zum einen ist daraus abzuleiten, daß eine staatliche Unterstützung nur begrenzt gewährt wird, zum anderen kann sich auch ein erheblicher Vertrauensschaden ergeben.

Ferner befaßte sich die Studie⁵ mit den Ursachen von Bankenkonkursen in den Reformstaaten. In den 29 untersuchten Fällen waren die unzureichende Überwachung und Reglementierung (26 v.H.), die Verschlechterung der terms of trade (20 v.H.), überfordertes Management (20 v.H.), wirtschaftliche Rezession (16 v.H.) und politische Einflußnahme (11 v.H.) die am häufigsten festgestellten Gründe. Die drei gravierendsten Schwächen der Bankenaufsicht waren dabei:

- mangelnde Transparenz bei Gruppierungen mit Banken- und Industrieinteressen,
- völlig unzureichende Überwachung bei Derivaten,

⁴ Vgl. OECD.

⁵ Vgl. OECD.

- Ausweichen in offshore-Zentren zur Umgehung inländischer Beschränkungen bei der Abwicklung besonders riskanter Geschäfte und zum „Verstecken“ uneinbringlicher Kredite.

In den meisten MOE-Staaten liegt der erreichte BIZ-Standard für die Eigenkapitaldeckungsquote knapp über 8 v.H., doch stellt sich angesichts der schwierigen Transformationsphase und der kaum absehbaren uneinbringlichen Kredite die Frage, ob diese Deckungssumme für diese emerging markets ausreichend ist. Lateinamerika und Asien (u.a. Singapur) haben diese Quote auf 12 v.H., Estland auf 10 v.H. angehoben. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in Basel empfiehlt für emerging markets eine Kapitaladäquanzquote von 12 v.H.

Blommestein⁶ empfiehlt für die Restrukturierung des Bankensystems in MOE - nach den durchgestandenen Banken Krisen - folgende Maßnahmen der Politik:

- (Re-)Privatisierung der Banken,
- Vertrauensaufbau in die eigene Währung,
- Verbesserung der Bankengesetzgebung und der Bankenaufsicht,
- Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen,
- keine direkten staatlichen Eingriffe in den Bankensektor,
- Einrichtung von Einlagensicherungsfonds.

Wesentlicher als die staatliche Unterstützung bei der Bewältigung der „Altlasten“ im Hinblick auf die Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit der Banken ist jedoch die konsequente Privatisierung der Banken sowie die Zulassung ausländischer Konkurrenzinstitute. Die so einsetzende Wettbewerbsverschärfung entwickelt und stärkt das Finanzsystem des Landes durch den Zufluß ausländischen Kapitals und Know Hows. Darüber hinaus wird so das Bewußtsein für die Einführung eines Risiko-Controllings geschaffen.

Die Finanzmärkte in MOE sind heute noch nicht überall gut entwickelt. So verläuft der Zahlungsverkehr noch bei weitem nicht optimal, was dazu führt, daß selbst die entwickeltsten MOE-Volkswirtschaften wie Polen, Tschechien und Ungarn heute noch weitgehend Bargeldwirtschaften sind. In Polen z.B. besitzen nur 40 v.H. der Bürger ein Konto.⁷

Nachdem lange Zeit die 2 bzw. 3 größten Banken des Landes bis zu 2/3 der Banken-Bilanzsumme⁸ auf sich vereinten und dies nahezu ohne Konkurrenz auf

⁶ Vgl. Blommestein, H. J., in: OECD, S. 17 ff.

⁷ Vgl. Stepic, H., S. 1.

⁸ Vgl. Stepic, H., S. 2.

weitgehend geschützten Märkten zu mangelnder Flexibilität und Kundenorientierung geführt hat, ist derzeit ein scharfer Konkurrenzkampf mit einem rapiden Margenverfall insbesondere in Ungarn und Tschechien zu beobachten.

Slowenien hat dagegen, wie aus einer jüngst veröffentlichten Studie⁹ der OECD zur Sanierung und Restrukturierung des Bankensektors in den Reformstaaten hervorgeht, die vergleichsweise mit den wenigsten Problemen beladenen Banken zu verzeichnen. Der Anteil der notleidenden Kredite am Gesamtportfolio war durch den Tausch notleidender Kredite der Kreditinstitute gegen Regierungsanleihen bereits zu Beginn des Transformationsprozesses niedriger als im Durchschnitt der übrigen Reformstaaten. Darüber hinaus profitierten die Banken 1992 und im 1. Halbjahr 1995 davon, daß Slowenen umfangreiche Bargeldbestände in Hartwährungen bei ihnen gegen Tolar tauschten und anschließend aufgrund der vergleichsweise hohen Renditen bei ihnen anlegten.¹⁰

Tschechiens Privatisierung über das sog. Voucher-System führte nicht zur angestrebten Restrukturierung des Sektors, da kein echter Eigentümerwechsel stattfand. Die Verwaltung der Anteilsscheine durch die großen Investmentgesellschaften, an denen die drei großen staatlichen Banken maßgeblich beteiligt sind, hat zu einer starken Verknüpfung von Industrie und Banken geführt und nicht unwesentlich dazu beigetragen, daß nach jüngsten Schätzungen rund 30 v.H. aller Kredite notleidend sind, zumal dieselben Banken auch die wichtigsten Kreditgeber der Unternehmen sind. Mit der Ankündigung des Verkaufs von 34 bis 51 v.H. der Anteile der drei größten Banken an strategische Partner soll diese Verbindung beseitigt werden.

Insgesamt geht die Bankenprivatisierung, im Gegensatz zur sonstigen Eigentumsübertragung in der Wirtschaft, eher langsam voran. Ungarn verzeichnet aufgrund des Verkaufs eines Großteils der Banken bzw. der Abgabe wesentlicher Teile an strategische Partner eine deutliche Reduzierung des staatlichen Einflusses sowie eine Verbesserung der Kapitaldeckungsquoten, da die ausländischen Anteilseigner i.d.R. eher in der Lage sind, den Kreditinstituten zusätzliches Kapital zufließen zu lassen. So waren 1997 fast 2/3 aller Anteile an ungarischen Banken im Besitz ausländischer Investoren (52,5 v.H. davon Kreditinstitute). Nur noch 7,42 v.H. der Kapitalanteile wurden von der Regierung bzw. staatlichen Institutionen gehalten¹¹. Die polnische Regierung hat sich bislang lediglich zum Verkauf kleinerer (Regional-)Banken entschlossen; die großen Banken des Landes sind weiterhin staatlich, aber auch hier deutet sich für die nächsten 1-2 Jahre eine Verbesserung an.

⁹ Vgl. OECD, S. 295 ff.

¹⁰ Vgl. Radzyner, O. und Havlik, P., S. 112.

¹¹ Vgl. Horvath, A. und Zsamboki, B., S. 2.

Am Beispiel Ungarns zeichnet sich eine erfolgreiche Umstrukturierung des Bankensystems ab. Bereits 1987 wurde das zweistufige Bankensystem eingeführt. Mit einem Anteil der Privatwirtschaft von über 90 v.H. an den Banken (davon mehr als 2/3 in ausländischem Besitz)¹² ist das erste von Blommestein aufgestellte Kriterium erfüllt. Das Vertrauen in den Forint wurde nach der Einführung des crawling-peg-Systems und begleitenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen, von denen das sog. „Bokros-Paket“ im März 1995 den Anfang machte, wieder aufgebaut. Eine liberale Bankengesetzgebung, die sich am EU-System bereits seit 1991 weitgehend orientiert, und eine wirksame Bankenaufsicht ergänzen den Rahmen für erfolgreiche Bankaktivitäten ebenso wie der 1993 eingerichtete Einlagensicherungsfonds, der Privatpersonen bei einem Zusammenbruch ihres Kreditinstitutes vor dem Verlust der Einlagen bewahrt.

1997 wurde in Vorbereitung auf die angestrebte EU-Mitgliedschaft der Annäherungsprozeß auch im Hinblick auf den Finanzsektor noch weiter vorangetrieben, indem nun alle diesbezüglichen EU-Prinzipien sowie die Richtlinie des Basler Komitees für die Bankenaufsicht übernommen wurden. Die Einladung zu den EU-Aufnahmeverhandlungen wurde auch aufgrund der Untersuchung der EU-Kommission vom Juli 1997 ausgesprochen, die in ihrem Bericht befand, daß Ungarns Bankensektor mittelfristig im europäischen Wettbewerb bestehen könne.

Unter den Kapitalmärkten der Region verfügt Polen über den transparentesten Aktienmarkt. Warschau ist auf dem Weg zum regionalen Finanzzentrum, nachdem ING und Citibank dort regionale Hauptsitze errichtet haben.

Der Anleihemarkt gewinnt auch in den Transformationsstaaten als Finanzierungsquelle zunehmend an Bedeutung, nachdem mehrere Länder bereits über ein investment grade internationaler Rating-Agenturen verfügen. Darüber hinaus ist eine erhöhte Kreditaufnahme im Ausland aufgrund der Enge des heimischen Marktes festzustellen.

B. Integrationsanforderungen im Hinblick auf EU-Europa und die Europäische Währungsunion

Die Europäische Union hat Beitrittsverhandlungen mit Ungarn, Polen, Tschechien, Estland und Slowenien aufgenommen. Nach Meinung des Bundeswirtschaftsministerium ist frühestens 2003 mit einer Erweiterung der EU zu rechnen.¹³ Die Integration der Reformstaaten in die EU dürfte der Region einen

¹² Vgl. Horvath, A. und Zsomboki, B., S. 2.

¹³ Vgl. Pfeiffer, M., S. 3.

wichtigen Stimulus geben. Dies geschieht zum einen, indem der Konvergenz-Prozeß die schnelle und konsequente Einführung notwendiger Wirtschaftsreformen fördert, und zum anderen dürften zusätzliche Wachstumsimpulse aus dem EU-Raum auf die Region übergehen - nicht zuletzt durch Direktinvestitionen.

Voraussetzung für die Integration der MOE-Reformstaaten sind:

- Harmonisierung der Bankgesetze,
- Konvertibilität der Währung und die Liberalisierung der Kapitalmärkte,
- Konvergenz in der Geldpolitik,
- Erfüllung der Maastrichter Kriterien.

Die größten Fortschritte bezüglich der Annäherung an die Europäische Union unternahmen die Reformstaaten bei ihren Anstrengungen zur Konvertibilität der Währungen sowie mit der Freizügigkeit in bezug auf grenzüberschreitenden Handel und Investitionen. Verglichen mit westeuropäischen Staaten geschah die Einführung der Konvertibilität in den Reformstaaten quasi über Nacht. Dauerte es beispielsweise in Deutschland 10 Jahre von der Einführung der D-Mark bis zum Erreichen der Konvertibilität, verfügten die meisten Reformstaaten bereits 1993 über die sog. Leistungsbilanzkonvertibilität; Tschechien, Kroatien, Estland, Ungarn, Lettland, Litauen, Polen, die Slowakei und Slowenien erfüllen sogar bereits die Anforderungen des Artikel VIII des Internationalen Währungsfonds.¹⁴

Als Bedingungen für eine erfolgreiche Überführung in die Konvertibilität werden angesehen:

- ein realistischer Wechselkurs,
- eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik,
- die Abschaffung von Preiskontrollen und Zinsfestsetzungen,
- eine ausreichende Höhe an Devisenreserven (insbesondere bei fester Anbindung der Währung).

Alle Transformationsstaaten begannen bereits 1989, Preiskontrollen abzuschaffen und einen für realistisch gehaltenen Wechselkurs einzuführen. Begleitet vom IWF wurden weitreichende Stabilisierungs- und Strukturanpassungsprogramme durchgeführt.

Was die Preisstabilität betrifft, haben die Reformstaaten beachtliche Fortschritte erzielt. Die Reduzierung der ehemals 3- und 4-stelligen Raten auf niedrige 2-stellige Werte ist ein großer Erfolg. Der nächste Meilenstein jedoch, die

¹⁴ Vgl. Radzyner, O. und Havlik, P., S. 7 und 63 f.

Annäherung an das Niveau der westlichen Handelspartner, ist mindestens genauso schwer. Die meisten Staaten stehen derzeit vor dem Problem rapide steigender Löhne, fehlender Instrumente der Geldpolitik sowie maroder Staatsunternehmen, deren Fehlbeträge die Bemühungen einer restriktiven Fiskalpolitik unterlaufen. Die Beseitigung dieser Probleme kann nur über die Reform des Finanz- und Arbeitsmarktes sowie der Einführung eines effizienten Fiskalsystems erfolgen.

Auf der Suche nach dem „richtigen Wechselkurs“ ergaben sich in den einzelnen Staaten unterschiedliche Ansätze in der Wechselkurspolitik, die von der festen Anbindung der Währung bis zum freien Floaten reichten.

Die Wahl der Wechselkurspolitik orientierte sich am Entwicklungsstand des Landes und der Ausrichtung der Handelsbeziehungen. Länder mit extrem hohen Inflationsraten wählten meist die feste Anbindung ihrer Währung an eine Hartwährung (z.B. estnische Kroon an die D-Mark) oder einen Währungskorb (z. B. Ungarn). Dies wirkte sich positiv auf das Vertrauen der ausländischen Investoren und die Inflationsrate aus, hatte aber auch negative Begleiterscheinungen wie nachlassende internationale Wettbewerbsfähigkeit infolge realer Aufwertungen und damit steigende Defizite in Handels- und Leistungsbilanz.

Im Hinblick auf den Konvergenz-Prozeß in Richtung EU spielt die Konvertibilität der Währungen eine wichtige Rolle, da der Handel einen unbeschränkten Zahlungsverkehr sowie den freien Fluß von Transfers und Bankeinlagen bedingt. Eine notwendige Bedingung für eine gelungene Konvergenz ist die Annäherung der Inflationsraten an das Niveau der EU-Mitgliedsstaaten.

Die Liberalisierung der Kapitalbewegungen ist noch nicht so weit vorangeschritten. Vor allem politische, teilweise auch wirtschaftliche Befürchtungen haben dazu geführt, daß Kapitalverkehrskontrollen in den MOE-Staaten noch in erheblichem Umfang existieren. Dafür gibt es aber nach der Abschaffung des Systems von Bretton Woods (1973) keine Notwendigkeit mehr. Die Liberalisierung der Finanzmärkte macht sie nicht nur überflüssig, sondern nahezu unmöglich. Das Volumen, die Geschwindigkeit und die Vielzahl internationaler Finanzbewegungen ist in den vergangenen Jahren erheblich angestiegen und vergrößert so die Schwierigkeiten, diese zu kontrollieren. Darüber hinaus ist die administrative Kapazität der Reformstaaten, die dafür notwendigen Kontrollen zu implementieren, sehr beschränkt; ein hohes Maß an Kontrolle ist nach den Erfahrungen der Vergangenheit politisch kaum durchsetzbar.¹⁵

Auch die Schwächen bei Kapitalverkehrskontrollen sprechen dafür, sie in den Reformstaaten möglichst schnell abzuschaffen.¹⁶

¹⁵ Vgl. Radzyner, O. und Havlik, P., S. 83.

¹⁶ Vgl. Radzyner, O. und Havlik, P. S. 84.

- schwierige administrative Handhabung,
- negative Auswirkungen auf Investitionen, Sparneigung und Konsum,
- Hindernis für den Aufbau/Erhalt einer wettbewerbsfähigen Wirtschaft durch abgeschotteten Binnenmarkt,
- Verhinderung der Notwendigkeit, eine adäquate Geld- und Fiskalpolitik sowie notwendige Strukturreformen einzuleiten.

Zwar erfordert die OECD-Mitgliedschaft die Aufhebung von Kapitalverkehrsbeschränkungen, allerdings ist dies nicht unverzüglich notwendig, sofern sich der Reformweg klar abzeichnet. Neuen Mitgliedern werden daher normalerweise Ausnahmen bei kurzfristigen Kapitalbewegungen, Derivaten und anderen Finanzinnovationen sowie einzelnen anderen Geschäften gewährt.

C. Wechselkurspolitik auf dem Weg nach Europa

Erfüllen die Reformstaaten alle an sie gestellten Anforderungen, werden nach dem Beschluß des EU-Rates aus dem Jahr 1993 alle assoziierten MOE-Staaten Mitglieder der Union, sofern sie es wünschen. Damit ist von der Aufnahme der fortgeschrittenen Transformationsstaaten (Tschechien, Polen, Ungarn sowie ggf. Estland und Slowenien) in die EU zu Beginn des nächsten Jahrtausends auszugehen; die Aufnahme in die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) sollte jedoch erst deutlich später erfolgen. Zwar weisen alle Reformstaaten Erfolge im Hinblick auf die Stabilität im Bereich der Geld- und Fiskalpolitik auf; einige erfüllen sogar bereits heute das - für viele Kernländer der EU schwierige - Defizitkriterium für den öffentlichen Haushalt; doch bestehen angesichts zahlreicher noch nicht gelöster Strukturprobleme weiter erhebliche Zweifel, wie nachhaltig diese Entwicklung ist.

Solange die Transformationsstaaten eine eigene Wechselkurspolitik betreiben, können sie z.B. auf übertriebene Lohnveränderungen reagieren, um ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit nicht zu gefährden. Grenzen findet diese Politik in den preistreibenden Effekten einer Abwertungspolitik sowie in der Notwendigkeit, das Vertrauen der ausländischen Investoren zu bewahren. Darüber hinaus wirken sich einige immer noch ungelöste Probleme (wie die Defizite in den Sozialversicherungen und die Liquiditätsengpässe der Banken im Zusammenhang mit uneinbringlichen Krediten) belastend auf die geld- und fiskalpolitische Disziplin der Regierungen aus. Ferner gibt es wegen der Unsicherheiten über die zukünftige Inflationsentwicklung für 10jährige Anleihen in vielen Ländern aufgrund der verhältnismäßig hohen Preissteigerungsraten noch keinen Marktzens. Der Status der Finanzmärkte ist daher heute bereits ein Indikator, inwieweit die MOE-Staaten EWWU-fähig sind. Die Etablierung eines Marktes

für langfristige Anleihen kann als Indikator für die Einhaltung der Preis- und Haushaltsdisziplin angesehen werden.

Die Annahme, eine Anbindung einer sog. weichen Währung an eine harte Währung würde auf Dauer zum Abschmelzen der Inflationsratendifferenz und zum „gleichgewichtigen“ Wechselkurs führen, ist nur bedingt richtig. Während des Anpassungsprozesses bleiben Inflationsratendifferenzen bestehen, die zu realen Aufwertungen der MOE-Währungen führen. Zum Ausgangszeitpunkt muß deshalb ein Wechselkurs gewählt werden, der unter dem Gleichgewichtskurs liegt. Der Abschlag muß genau der realen Aufwertung während des Anpassungsprozesses bis zur Angleichung der Inflationsraten entsprechen.¹⁷ Diese „Vorhersehung“ ist eher unwahrscheinlich. Gleichwohl ist dieser Ansatz hilfreich im Rahmen einer Disinflation-Strategie, der allerdings nach Anfangserfolgen um binnenwirtschaftliche Steuerungsinstrumente ergänzt werden muß (restriktive Geld- und Fiskalpolitik). Danach scheint der „crawling peg“-Mechanismus sinnvoll, bei dem (wie es in Polen und Ungarn derzeit betrieben wird) die monatlichen Abwertungsraten bei erfolgreicher Reduzierung der Inflationsrate gesenkt werden. Der Übergang zum freien Floaten über eine Ausweitung der zulässigen Schwankungsbreite scheint ein Weg zu sein, um eine flexible Wechselkurspolitik zu erhalten und gleichzeitig die Volatilität der Währung durch Spekulation so niedrig wie möglich zu halten.

Gleichwohl stehen die Regierungen und Zentralbanken heute vor ihrer schwierigsten Aufgabe, wenn sie die feste Anbindung ihrer Währungen an den vormals notwendigen Stabilitätsanker lösen und gleichzeitig das Vertrauen in ihre Währung erhalten sollen. Eine Musterlösung dafür gibt es sicher nicht, doch der oben beschriebene Weg scheint für viele Staaten eine Lösung darzustellen. Keinesfalls darf der Gedanke aufkommen, die o.g. Zwischenschritte könnten ausgelassen werden, weil die feste Anbindung des Wechselkurses an eine Hartwährung schon über einen längeren Zeitraum erfolgreich war.

Im Hinblick auf die Konvergenzkriterien ist in den fortgeschrittenen Reformstaaten eine eindrucksvolle Entwicklung zu beobachten, die vielleicht in Ungarn seit 1994 am deutlichsten wird. Die wirtschaftspolitischen Anstrengungen der Länder stärkten gleichzeitig das Wachstumspotential. Den Zentralbanken kam dabei eine wichtige Funktion zu, da sie nicht nur die Geldpolitik steuern mußten, sondern gleichzeitig auch für den Aufbau des institutionellen, gesetzlichen und regulativen Rahmens eines gut funktionierenden und effizienten Finanzmarktes zuständig waren. Ihre Rolle als „financial adviser“ der jeweiligen Regierung komplettierte die Aufgabenpalette der Notenbanken im Stabilisierungsprozeß.

¹⁷ Vgl. Radzyner, O. und Havlik, P., S. 98 ff.

In diesem Zusammenhang ist für die Stabilität der monetären Größen eine konfliktfreie Beziehung von Geld- und Finanzpolitik unabdingbar, da anderenfalls eine unmittelbare Reaktion der Finanzmärkte droht. Dies würde die Transformationsvolkswirtschaften in ihrem gegenwärtigen ungleichgewichtigen Entwicklungsstadium nachhaltig belasten.

Aktuell befinden sich die Finanzmärkte in den MOE-Ländern in einer nicht unproblematischen Situation: Es ist festzuhalten, daß sie wenig liquide, volatil, wenig transparent und unterentwickelt sind. Überdies sind sie meist durch makroökonomische Doppeldefizite, sich ändernde Regulierungen und einen geschwächten Bankensektor belastet. Dies und die oben angesprochenen politischen Problemlagen lassen eine Krise a la Krugman durchaus als möglich erscheinen.

Der Mechanismus des Krugmantyps einer Währungs Krise ist vergleichsweise einfach: Wenn bei festen Wechselkursen die Inflationsrate hoch ist, müßten die Zinssätze hoch sein, um mögliche Abwertungsrisiken abzufangen. Das führt zu steigenden Kapitalimporten, die zu wachsenden Leistungsbilanzdefiziten beitragen und damit die Abwertungsrisiken erhöhen. Irgendwann läßt sich der Wechselkurs aufgrund schwindender Devisenreserven nicht mehr halten, so daß es zu einer massiven Abwertung kommt.

Auf dem Weg in die europäische Wirtschafts- und Währungsgemeinschaft müssen die MOE-Länder nicht nur den Transformationsprozeß energisch vorantreiben, sondern bei allen wirtschaftspolitischen Maßnahmen die Wirkungen auf die hochsensiblen Finanzmärkte ins Kalkül ziehen. Nur bei einer konsequenten Transformationspolitik, einer zieladäquaten Wirtschaftspolitik sowie einer problemadäquaten Geld- und Wechselkurspolitik ist eine zeitlich angemessene Integration in die weltwirtschaftliche Allokation und in die Europäische Wirtschaftsunion zu erreichen.

Literaturverzeichnis

- Androsch, H.*, Aufbau und Entwicklung des Bankwesens im östlichen Mitteleuropa, in: Österreichische Sparkassenzeitung, Folge 23, 15.12.94, S. 762 ff.
- Bednar, H.*, Osteuropäische Finanzmärkte im Lichte der Emerging Markets-Krise, in: Österreichisches Bankarchiv, 1/98, S. 41 ff.
- , Osteuropäische Geld- und Anlagemärkte im Vergleich, in: Österreichisches Bankarchiv 11/97, S. 920 ff.
- Chaudhri, T.*, Central and Eastern Europe - The new focal point, in: FX&MM 1/98, S. 55 ff.
- Fouse, J. A.*, The Challenges and Opportunities of Central and Eastern Europe, in: Treasury Management International, 12/97, S. 15 ff.
- Horvath, A. und Zsomboki, B.*, Banking in Hungary, in: WIIW Report 3/98, S. 2 ff.

- Institute for World Economics, Hungarian Academy of Sciences, Exchange Rate Policies in Economies in Transition, Working Paper No. 56.
- OECD, The New Banking Landscape in Central and Eastern Europe: Country Experience and Policies for the Future, 12/97.
- Pfeiffer, M.*, Protokoll der Sitzung des Außenwirtschaftsausschusses des DIHT vom 23.10.1997.
- Radzyner, O. und Havlik, P. (Hrsg.)*, Monetary Policy in Central and Eastern Europe: Challenges of EU Integration, veröffentlicht durch die Österreichische Nationalbank und das Wiener Institut für Vergleichende Wirtschaftliche Studien, Wien 1996.
- Stepic, H.*, Als Fundament noch nicht tragfähig genug, in: Österreichisches Bankarchiv, 1/98 S. 1 f.
- Tuchtfeld, E.*, Institutional Requirements for the Implementation of Capital Markets in Eastern Europe, Research Paper in the Pluridisciplinary Seminar, Sommersemester 1991, Universität Konstanz, Abteilung Wirtschaft und Statistik.

Rubelstabilisierung, europäischer Kapitalmarkt und Europäische Währungsunion

Von Horst M. Westphal

A. Einleitung

Nach der Freigabe der Preise Anfang 1992 kam es in den ersten zwei Jahren in Rußland zu einer Hyperinflation. Eine 1995 eingeleitete streng restriktive Geldpolitik der Russischen Zentralbank brachte bald einstellige monatliche Inflationsraten, die später weniger als 2% betragen und zeitweise sogar negativ waren. Unter den Bedingungen eines kontrollierten floating stieg der Rubelkurs zum Dollar, v.a. infolge der Preisentwicklung, zunächst kräftig an. Die prozentuale Kurssteigerung blieb in dieser Phase hinter dem Preisanstieg zurück mit der Folge einer realen Aufwertung des Rubels.

Die Stabilisierungspolitik der Russischen Zentralbank ermöglichte Mitte 1995 eine einseitige Anbindung des Wechselkurses an den Dollar im Rahmen eines Zielzonenregimes, später mit gleitenden Zonen und gleitenden Kursen. Der Übergang zu Zielzonen brachte eine spürbare Stabilisierung des nominalen Wechselkurses. Der reale Kurs blieb seit Anfang 1996 bis Herbst 1997 nahezu unverändert.

Die weitgehende innere und äußere Stabilisierung des Rubels gelang im Vorfeld des gemeinsamen europäischen Kapitalmarktes, der im Rahmen der Europäischen Währungsunion entsteht. Die Chancen für eine Kapitalbeschaffung auf diesem Markt haben sich für Rußland dank seiner Stabilisierungserfolge erheblich verbessert. Hinzu kommt, daß der gemeinsame Kapitalmarkt im Vergleich zu den bislang immer noch weitgehend segmentierten nationalen Kapitalmärkten wesentliche Vorteile für eine Mittelaufnahme bringt. Der folgende Beitrag macht darauf aufmerksam, daß über den europäischen Kapitalmarkt auch Drittländer, darunter Rußland, für die Europäische Währungsunion bedeutsam werden.

B. Stabilisierungserfolge in Rußland

Zur Zeit der Preisfreigabe Anfang Januar 1992 bestand ein am Verwendungszweck ausgerichtetes System multipler Wechselkurse zum Dollar. Zum Kommerziellen Kurs, der von der Russischen Zentralbank in Abstimmung mit dem Finanz- und Außenhandelsministerium festgelegt wurde und 55 Rubel betrug, mußten 40% der Exporterlöse eines weit gefaßten Warenkreises umgetauscht werden. Diese Mittel wurden für die Bedienung der Auslandsschulden, Devisenmarktinterventionen und die Finanzierung zentralisierter Importe wichtiger Güter verwendet.

Für weitere 10% aller Exporterlöse bestand Umtauschpflicht zu einem günstigeren Quasi-Marktkurs der Russischen Zentralbank (ca. 100 Rubel), dessen Notierung in Anlehnung an andere marktdeterminierte Kurse erfolgen sollte. Soweit nicht andere Kurse zur Anwendung gelangten, konnten die übrigen den Unternehmen verbliebenen Exporterlöse und Importzahlungen zu einem vom Markt und von Interventionen der Russischen Zentralbank bestimmten offiziellen Auktions- bzw. Interbankenkurs (um 150 Rubel schwankend) verrechnet werden. Daneben gab es weitere Kurse nach der zugrunde liegenden Transaktion und andere Devisenmärkte mit entsprechenden Kursen.¹

Das System gespaltener Kurse wirkte wie eine Steuer auf Exporte und eine Subvention für gewisse Importe. Devisenablieferungspflicht und verrechneter Kurs verleiteten Exporteure zur Umgehung dieser Regelungen. Für Exporteure war es z.B. vorteilhaft, geringere Exporterlöse auszuweisen oder einen Teil im Ausland zu belassen. Die Umtauschpflicht konnte auch durch Bartergeschäfte vermieden werden. Importeure wurden begünstigt, wenn es ihnen gelang, die Waren als zentralisierte Importe abzurechnen, für die gespaltene Kurse zwischen 1,7 Rubel bis 70 Rubel galten. Selbst der Devisenerwerb auf dem Schwarzen Markt konnte vorteilhaft sein. Obwohl dort unter Devisenmarktregulierung und Kapitalflucht erfahrungsgemäß ein höherer Kurs gefordert wird, betrug in der ersten Hälfte 1992 zeitweise der Schwarzmarktkurs ca. 125 Rubel gegenüber einem Interbankenkurs von etwa 150 Rubel.²

Anfang Januar 1992 hatte in Rußland eine umfassende Freigabe der Preise stattgefunden, die etwa 90% der Einzelhandelspreise betraf. Mit einem System freier Preise waren jene Wechselkursregelungen unvereinbar, abgesehen von den Schwierigkeiten ihrer Umsetzung. Hinzu kam 1992 und 1993 eine Hyperinflation, v.a. getragen von einer explosionsartigen Ausweitung der Kredite der Russischen Zentralbank und Banken an Staat und bevorzugte Wirtschaftszwei-

¹ Goldberg, L. S. (1993), S. 855 f.

² Goldberg, L. S. (1993), S. 861 f.

ge. In dieser Situation wurde auch noch 1992 die Konvertierbarkeit des Rubels innerhalb der nächsten zwei Jahre angekündigt.

Mitte 1992 begann die Aufgabe des Systems multipler Wechselkurse. Anstelle unterschiedlicher offizieller Kurse trat ein einheitlicher Marktkurs, der von der Russischen Zentralbank an der Moskauer Interbankendevisenbörse im Rahmen eines kontrollierten floating festgestellt wurde und am Eröffnungstag rund 125 Rubel betrug. Die Schwarzmarktkurse standen jetzt über dem Marktkurs, doch war der Abstand zwischen beiden stark zusammengeschnitten. Die Vereinheitlichung des Wechselkurses war nicht nur als Schritt zur Konvertierbarkeit angelegt, sondern sollte Devisenangebot und -nachfrage in den offiziellen Devisenmarkt umlenken und das Marktvolumen steigern. Darauf stellte auch die (bis Juli 1995 wirksame) Verpflichtung ab, 50% der Devisenerlöse innerhalb von 14 Tagen auf dem Devisenmarkt anzubieten, die von jetzt an zum Marktkurs abgerechnet wurden.

Die Anwendung des Einheitskurses, der über den zuvor geltenden offiziellen Kursen lag, auf Exporterlöse brachte eine spürbare Senkung der Besteuerung über den Wechselkurs und eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Sie gab Anreiz, Exporterlöse im offiziellen Markt anzubieten. Auch Bartergeschäfte verloren an Attraktivität. Importeure mußten dagegen einen Abbau von wechselkursbedingten Subventionen hinnehmen, wobei für bestimmte Importe bis Ende 1993 weiterhin Vorzugskurse galten. Aufgrund höherer Schwarzmarktkurse war auch für Importeure der Übergang zum offiziellen Markt vorteilhaft.

Bis Ende 1992 stiegen die Verbraucherpreise um etwa 2.500% an.³ Der Wechselkurs zum Dollar betrug zum Jahresende rund 420 Rubel. Das Auseinanderfallen von Preis- und Kursentwicklung ergab eine kräftige reale Aufwertung des Rubels. Sie setzte sich auch im Jahresverlauf 1993 fort, v.a. bedingt durch Devisenverkäufe der Russischen Zentralbank und das neue Wechselkursregime, das ein größeres Dollarangebot auf dem Devisenmarkt hervorbrachte. Während die Verbraucherpreise um rund 840% zunahmen, erhöhte sich der Dollarkurs um etwa 200% auf knapp 1.250 Rubel.

In die Jahresmitte 1993 fällt der überraschende Zwangsumtausch der vor 1993 emittierten Rubelnoten. Als Begründung nannte die Russische Zentralbank die Stabilisierung des Bargeldumlaufs. Diese Maßnahme war auch auf den Rubelumlauf außerhalb Rußlands angelegt. Verschiedene Staaten hatten mit der Ausgabe eigener Noten begonnen.

³ Zum Zahlenmaterial in Abschnitt B siehe v.a. DIW, IfW, IWH (1993-1997) und International Monetary Fund, International Financial Statistics (versch. Jahrgänge).

Rubelnoten verloren dort ihre Zahlungsmittleigenschaft oder zirkulierten neben den eigenen Emissionen. Die Russische Zentralbank hatte nicht nur ihre Kontrolle über die Bargeldmenge verloren. Bei geringeren Preissteigerungsraten in Rußland oder ungültig erklärten Rubelnoten war mit deren Rückstrom nach Rußland zu rechnen mit entsprechenden inflationären Wirkungen. Für russische Bürger war der Umtausch auf 100.000 Rubel begrenzt. Darüber hinaus gehende Beträge konnten auf Sparkonten mit einer Sperrfrist von 6 Monaten gutgeschrieben werden und waren für diese Zeit stillgelegt. Bürger anderer Staaten der Rubelzone konnten nur einen wesentlich niedrigeren Betrag umtauschen. Obwohl einige Mitglieder der damaligen Rubelzone neue Noten erhielten, leitete der Umtausch die offensichtlich von Regierung und Russischer Zentralbank gewollte Auflösung der Rubelzone ein.

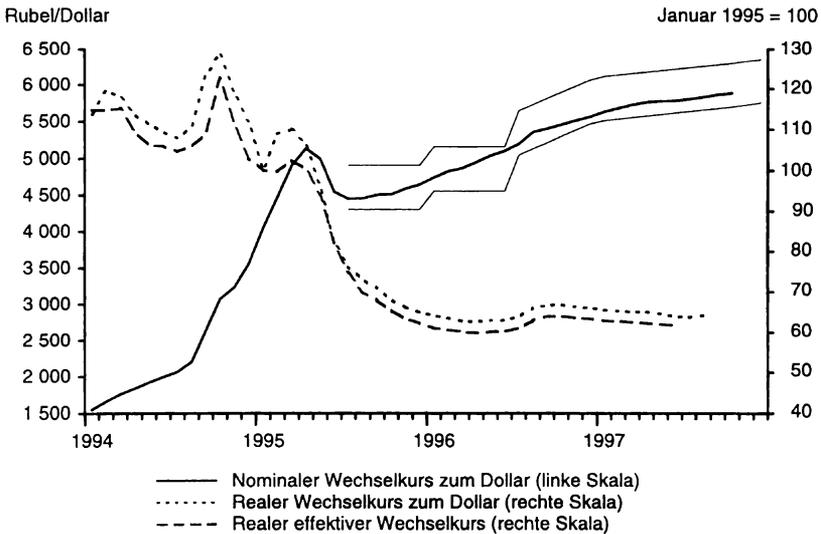
Im Oktober 1994 kam es innerhalb eines Tages am Moskauer Devisenmarkt anlässlich einer Flucht aus der Währung zu einem Kurssprung von 3.100 auf gut 3.900 Rubel. Vorgegangen waren steigende Inflationserwartungen, ausgelöst durch eine kräftige Expansion der Kreditvergabe der Zentralbank und eine Senkung des allgemeinen Refinanzierungssatzes von 210% auf 130%. Devisenmarktinterventionen der Zentralbank konnten den Kursanstieg im Vorfeld nicht aufhalten und wurden nach Einsatz der Hälfte der Währungsreserven eingestellt. Bis zum Jahresende war der Wechselkurs infolge von Devisenmarktinterventionen, erhöhter Refinanzierungssätze und Vorschußpflicht der Rubelbeträge bei Dollarkäufen auf 3.550 Rubel zurückgegangen.

Schon im Frühjahr 1992 hatte die russische Regierung ihre Vorstellung geäußert, nach Aufgabe des Systems multipler Kurse den Rubel mit einer Schwankungsbreite von +/- 7,5% an den Dollar zu binden. Aber erst für die zweite Jahreshälfte 1995 konnte eine einseitige Anbindung an den Dollar in Form einer Wechselkurszielzone von 4.300 bis 4.900 Rubel gewagt werden. Diese Entscheidung erforderte die Fortsetzung der Anfang 1995 eingeleiteten streng restriktiven Geld- und Kreditpolitik über einen längeren Zeitraum, sollte das Wechselkursziel umgesetzt werden. Sie wurde gestützt durch eine entsprechende Fiskalpolitik. Eine kräftige Kürzung der Staatsausgaben, Reduzierung des Budgetdefizits sowie Kreditaufnahme am inländischen Kapitalmarkt und im Ausland ermöglichten eine rückläufige Defizitfinanzierung durch die Russische Zentralbank.⁴ So betrug der Zuwachs der Zentralbankkredite an die Regierung 1995 etwa 10%, wogegen die Kredite an Banken um rund 20% zurückgingen.

Devisenankäufe der Zentralbank in der ersten Jahreshälfte sollten die reale Aufwertung des Rubels abschwächen und ließen die Währungsreserven kräftig ansteigen. Zwar brachten diese Transaktionen eine Erhöhung der Geldmenge, doch nahm zugleich die Umlaufgeschwindigkeit ab. Die monatlichen Inflati-

⁴ Vgl. Buch, C. M. (1998).

onsraten⁵ lagen ab Mitte 1995 unter 5%, seit Frühjahr 1996 bis Herbst⁶ 1997 unter 2%. Der Wechselkurs ist in der zweiten Jahreshälfte nach Einführung der Zielzone nur schwach angestiegen mit einem Jahresendstand von rund 4.650 Rubel. Aufgrund der Preis- und Wechselkursentwicklung, v.a. bis Mitte 1995, ergab sich eine weitere reale Aufwertung.



Quelle: DIW, IfW, IWH, 11. Bericht, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 308, 1997.

Abbildung 1: Rubelkurs zum Dollar

In Anbetracht der anhaltenden realen Aufwertung und möglichen Auswirkungen auf die Exportfähigkeit wurde für das erste Halbjahr 1996 ein nach oben verlagerter Kurskorridor festgelegt. Um Spielraum für weitere Kurssteigerungen zu gewinnen und nicht die Glaubwürdigkeit des Wechselkursziels zu gefährden, bestimmte die Zentralbank für die zweite Jahreshälfte ein crawling band. Der Zielkorridor erhöhte sich von 5.000 bis 5.600 Rubel zur Jahresmitte auf 5.500 bis 6.100 Rubel zum Jahresende. Innerhalb des Kursbandes sollte der Wechselkurs als crawling peg unter Kontrolle der Zentralbank ansteigen. Umfangreiche intramarginale Devisenverkäufe hielten den Wechselkurs im unteren Bereich

⁵ Vgl. International Monetary Fund, International Financial Statistics (versch. Jahrgänge).

⁶ Dieser Beitrag wurde Ende 1997 abgeschlossen.

des Zielkorridors. Im Jahresverlauf 1996 erhöhte sich der Kurs um etwa 20% auf 5.560 Rubel. Die Fortführung der restriktiven Geldpolitik brachte einen Zuwachs von Geldbasis und Geldmenge M2 (jeweils ca. 30%), der sich jedoch im Vergleich zum Vorjahr (jeweils ca. 120%) bescheiden ausnahm. Nachdem die Preise um nahezu den gleichen Prozentsatz wie der Wechselkurs zugenommen hatten, blieb der reale Kurs in etwa unverändert.

Nach den Erfolgen ihrer Stabilisierungspolitik nannte die Russische Zentralbank erstmals für 1997 ein crawling band für das gesamte Jahr mit Jahresendwerten von 5.750 bis 6.350 Rubel. Zum Anstieg des Wechselkurses um etwa 5% bis Herbst 1997 hat die Zentralbank durch Devisenankäufe anlässlich von Leistungsbilanzüberschüssen und einem erstmaligen Nettokapitalimport in der ersten Hälfte 1997 beigetragen, anderenfalls wäre der Kurs gesunken. Maßgeblich für den Umschwung in der Kapitalverkehrsbilanz waren verbesserte Rahmenbedingungen, z.B. erweiterte Konvertierbarkeit und verringertes Wechselkursrisiko in einem Zielzonenregime. Sie trugen dazu bei, daß sich der erhebliche Zinsvorteil russischer Staatspapiere gegenüber dem Ausland in Nettokapitalimporten niederschlagen konnte.⁷ Nettokapitalzuflüsse unter einem Wechselkursziel sind bei unzulänglicher Neutralisierung mit einer Ausweitung der Geldmenge verbunden. Dann ist bei unveränderter Geldnachfrage die Preisstabilität gefährdet. Aus dieser Sicht werden (auch in bezug auf Rußland) Nettokapitalimporte zurückhaltend beurteilt. Der reale Wechselkurs ist seit Anfang 1996 bis Herbst 1997 nahezu unverändert geblieben.

Mitte 1996 erklärte die Russische Zentralbank die volle Konvertierbarkeit des Rubels im Leistungsverkehr gemäß Artikel VIII der Satzung des Internationalen Währungsfonds. Bereits nach Aufgabe des Systems multipler Wechselkurse 1992 wurde schrittweise eine umfassende Konvertierbarkeit für laufende Transaktionen von In- und Ausländern eingeführt. Für den Kapitalverkehr besteht seit längerer Zeit de facto eine weitgehende Liberalisierung, angesichts der fortschreitenden inneren und äußeren Stabilisierung des Rubels wurden inzwischen auch die rechtlichen Grundlagen für den Kapitalverkehr verbessert.

C. Zielzonen

Ein Zielzonenregime erfüllt Ankerfunktionen und gibt zugleich Spielraum für Änderungen des Rubelkurses zum Dollar. Ansatzpunkt des Zielzonenkonzepts⁸ ist ein realer Gleichgewichtskurs (fundamental equilibrium exchange ra-

⁷ DIW, IfW, IWH (1993-1997), Die wirtschaftliche Lage Rußlands, 11. Bericht, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 308, Dezember 1997, S. 18 f. und 26 f.

⁸ Zum Zielzonenregime vgl. Kremiski, T. (1997).

te). Dieser Kurs soll sowohl ein externes Gleichgewicht (Übereinstimmung von Leistungs- und Kapitalbilanzsaldo über einen Konjunkturzyklus) als auch ein internes Gleichgewicht gewährleisten. Die rechnerische Ermittlung des realen Gleichgewichtskurses ist problembehaftet. Dagegen sind Faktoren, die einen neuen realen Kurs hervorbringen können, leichter zu bestimmen. Hierunter fallen Änderungen in den Kapitalströmen (z.B. leichter Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten, Länderrating) und im Leistungsverkehr (z.B. Wandel der Präferenzen für gehandelte Güter, unterschiedliche Produktivitätsfortschritte).⁹ Für operative Zwecke ist dem realen Gleichgewichtskurs ein entsprechender nominaler Kurs mit einer nominalen Zielzone zuzuordnen.¹⁰

Zielzonen können dazu beitragen, Volatilität und Misalignment der Wechselkurse zu reduzieren. Sie sollen als Anker disziplinierend v.a. auf die Geld- und Fiskalpolitik wirken, indem diese die angesetzten Zielzonen im Blickfeld zu halten hat und bei einer Veränderung Erklärungsbedarf entsteht. Den Marktteilnehmern sollen sie einen Anker für die mittelfristige Erwartungsbildung über den Wechselkurs bieten.

Das Zielzonenkonzept ist in unterschiedlicher Fassung anzutreffen. Den verschiedenen Ansätzen ist gemeinsam, daß Zielzonen Elemente freier sowie fester Wechselkurssysteme aufweisen. Anders als im System freier Wechselkurse (clean floating) gibt es Devisenmarktinterventionen der Zentralbank zur Einhaltung des angestrebten Kursbereichs. Hierin kommen Züge fester Wechselkurse zur Geltung. Andererseits können sich jedoch Kurs sowie Lage und Bandbreite der Zielzone ändern. Sie sollte groß genug sein, um als Pufferzone kurzfristige Schocks, die den langfristigen realen Gleichgewichtskurs nicht treffen, aufzufangen. Auch sollten Zielzonen genügend Spielraum für fallweise Änderungen des Wechselkurses aufweisen, ohne eine Spekulation in einer Richtung auszulösen.

Erhebliche Inflationsdifferenziale sowie Änderungen jener Faktoren, die einen anderen realen Gleichgewichtskurs bedingen, können eine Verlagerung der Zielzone erfordern. Rechtzeitige Änderungen der Zielzone können die Entstehung von Erwartungen bezüglich umfangreicher fallweiser Wechselkursänderungen mit spekulativen Angriffen auf die Währung unterbinden. Eine stetige Bewegung der Zielzone stellt sich als crawling band dar.

Darüber hinaus sollen Zielzonen „weiche“ Grenzen aufweisen. Die Zentralbank geht keine Verpflichtung ein, die angekündigten Grenzen zu gewährleisten. Ein Ausscheren des Wechselkurses ist in der Regel nicht wünschenswert, kann jedoch entsprechend der jeweiligen Situation aus Sicht der Zentralbank hingenommen werden.

⁹ Siehe Williamson, J. (1985), S. 13 ff., zum realen Gleichgewichtskurs.

¹⁰ Frenkel, J. A., Goldstein, M. (1986), S. 635.

Von der Stabilisierung des Wechselkurses unter den Bedingungen eines Zielzonensystems sind unmittelbar die Preise der zwischenstaatlich gehandelten Güter betroffen. Über einen binnenwirtschaftlichen Preiszusammenhang zwischen gehandelten und nicht gehandelten Gütern werden auch die Preise der letzteren beeinflusst. So kann eine Wechselkursstabilisierung im Sinne einer Einhaltung einer Zielzone gegebenenfalls schnell niedrige Inflationsraten ergeben bzw. stützen. Allerdings ist es erforderlich, das Wechselkursziel durch eine entsprechende Geld- und Fiskalpolitik abzusichern. Die Russische Zentralbank hat bereits Anfang 1995 vor Übergang zu einer Zielzone, deren Breite zunächst versuchsweise kurz befristet war und dann über 6 Monate beibehalten wurde, eine außerordentlich restriktive Geldpolitik eingeschlagen und weitgehend durchgehalten. Neben den geldpolitischen Maßnahmen trugen zur Glaubwürdigkeit des Wechselkursziels die Praxis der Bekanntgabe, Vorankündigung und v.a. seine Einhaltung bei.

Der Übergang Rußlands zu Zielzonen entspricht den Vorschlägen, daß Entwicklungs- und Transformationsländer zunächst freie Wechselkurse und im späteren Verlauf des Transformationsprozesses eine Form der Wechselkursanbindung anwenden sollten. Freie Kurse stellen die Zentralbank nicht unter die Pflicht zu Interventionen, sondern überlassen fallweise Eingriffe in den Devisenmarkt ihrem Ermessen, wie es die Russische Zentralbank unter Berücksichtigung ihrer Devisenreserven auch tat. Mit der Entscheidung für Zielzonen sicherte sie sich Spielraum für einen Anstieg des Rubelkurses zum Dollar; die Einführung gleitender Zielzonen (crawling band) war aufgrund der (wenn auch stark rückläufigen) Inflation zweckmäßig. Die gleichen Überlegungen sprechen für die Anwendung eines gleitenden Kurses (crawling peg) innerhalb der Zielzone. Abgesehen von inflationsbedingten Kursänderungen und nicht zu starken externen Schocks schaffen gleitende Zone und Kurs Spielraum für eine Reduzierung der realen Aufwertung des Rubels durch Bewegung in Richtung auf einen Kaufkraftparitätenkurs, deren Notwendigkeit sich jedoch noch nicht abzeichnet.

Bei der Verfolgung eines Wechselkursziels, die aufgrund höherer Inflationsraten als im Ausland zu einer realen Aufwertung führt, wurden für Entwicklungsländer verschiedentlich negative Auswirkungen auf Handelsbilanz, Produktion und Beschäftigung beobachtet und auch modellanalytisch hergeleitet.¹¹ Für Rußland waren diese Folgen einer realen Aufwertung des Rubels bislang kaum festzustellen. Zahlungsbilanzkrisen aufgrund des neuen Wechselkursregimes kamen nicht zum Tragen und der Kurs blieb, zeitweise gestützt durch Devisenverkäufe und –ankäufe, innerhalb der Zielzonen.¹² Der Rückgang des

¹¹ Obstfeld, M. (1995); Schweikert, R. (1993).

¹² Die Kapitalabflüsse vom Herbst 1997 waren hauptsächlich durch die Asienkrise und weniger durch die Handelsbilanzsituation bedingt.

realen Bruttoinlandsprodukts, der 1997 voraussichtlich zum Stillstand gekommen ist, und die ausgewiesene Arbeitslosigkeit sind in erster Linie Schwierigkeiten im Transformationsprozeß zuzuschreiben und nicht dem realen Wechselkurs. Der gegen Ende 1997 angewendete, seit knapp 2 Jahren in etwa unveränderte reale Wechselkurs könnte sich auch weiterhin unter makroökonomischen Gesichtspunkten als akzeptabel erweisen.¹³

D. Europäischer Kapitalmarkt

Die Rubelstabilisierung im Vorfeld des europäischen Kapitalmarktes verbessert die Möglichkeiten und Bedingungen der Mittelaufnahme. Die Diskussion der Nutzen der EWU befaßt sich vorrangig mit denen der Teilnehmerländer, obwohl auch für Drittländer (im Sinne von Nicht-EU-Ländern wie z.B. Rußland) die EWU Vorteile bringt. Durch Einführung des Euro werden für Mitgliedsländer Transaktionskosten wegfallen wie Umtauschkosten, Kurssicherungskosten und Kosten im Zahlungsverkehr, weil Auslandszahlungen Binnenzahlungen werden. In einer Währungsunion mit unwiderruflich festen Wechselkursen unter Beibehaltung nationaler Zahlungsmittel werden diese nicht als vollkommene Substitute aufgefaßt.¹⁴ Kosteneinsparungen werden erst unter einer gemeinsamen Währung voll wirksam. Auch Drittländer werden in den Genuß von Kosteneinsparungen kommen, da sie anstelle der vormaligen nationalen Währungen nur eine einzige Währung tauschen müssen. Hierbei können sogar zusätzlich economies of scale auftreten, wenn in Euro größere Beträge als in den jeweiligen nationalen Währungen gehandelt werden. Volkswirtschaftlich gesehen bewirkt die Senkung der Transaktionskosten nicht nur für die Mitglieder der Währungsunion, sondern auch für Drittländer eine Verbesserung.

Mit Einführung des Euro wird die bisherige währungsbedingte nationale Segmentierung monetärer Märkte abgebaut und es entsteht ein gemeinsamer Kapitalmarkt. Die Integration der nationalen Märkte und der Abbau nationaler Marktregeln und -techniken erfordert einen gewissen Zeitbedarf. Der Fortfall der Währungsgrenzen bringt jedoch „automatische“ Deregulierungen. So setzt der Euro Vorschriften für Banken und institutionelle Anleger außer Kraft, welche auf die Existenz nationaler Währungen zugeschnitten sind. Hierunter fallen z.B. Bestimmungen, die den Fremdwährungsanteil an Portfolios beschränken, Gegenposten zu Fremdwährungspositionen verlangen oder Emissionskonsortien betreffen.

¹³ Vgl. dazu DIW, IfW, IWH (1993-1997), Die wirtschaftliche Lage Rußlands, 11. Bericht, Kieler Diskussionsbeiträge, Nr. 308, Dezember 1997, S. 25.

¹⁴ De Grauwe, P. (1997), S. 61.

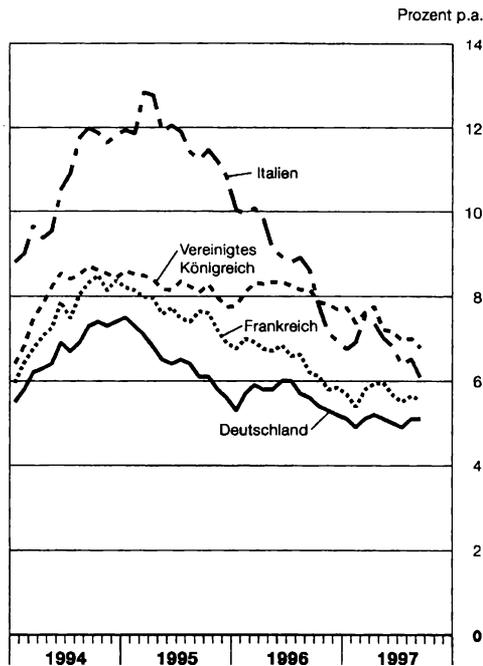
Auch wenn das Wechselkursrisiko (für Mitglieder der Währungsunion) beseitigt wurde, bleiben andere Risiken im Kapitalmarkt erhalten wie Bonitätsrisiken, Liquiditätsrisiken und allgemeine Risiken, die jedoch eine geringere Volatilität aufweisen als das Wechselkursrisiko.¹⁵ Bonitätsrisiken haben für Zinsbildung bzw. Zinsdifferentiale zwischen verschiedenen Emittenten herausragendes Gewicht. Dies gilt auch für öffentliche Schuldner, für die der Vertrag von Maastricht (Art. 104b) eine Haftung der Gemeinschaft oder eines Mitgliedstaates ausschließt. Zinsdifferentiale ergeben sich auch aus unterschiedlicher Liquidität der Titel. Außerdem können sich abweichende Abwicklungstechniken, Usancen und rechtlich/institutionelle Regelungen in den Finanzmärkten der Mitglieder im Zins niederschlagen. Sie werden sich jedoch über EU-Direktiven und verstärkten Wettbewerb vermutlich schnell angleichen, so daß es im gemeinsamen Kapitalmarkt zu einer weitgehenden Angleichung des Zinses kommt.

Zinsdifferentiale werden auf längere Sicht v.a. aufgrund unterschiedlicher Bonität der Emittenten und Liquidität der Titel bestehen bleiben. Somit wird es auch unter einer einheitlichen Währung weiterhin unterschiedliche Zinsstrukturkurven geben. Wie weit im Rahmen des bisherigen EWS im Hinblick auf die anstehende Währungsunion bislang eine Angleichung langfristiger nationaler Zinssätze erfolgte, zeigt Abbildung 2. Die nationalen Geldmarktsätze, die derzeit zum Teil noch erheblich auseinander liegen, werden sich spätestens mit Beginn der Endstufe der Währungsunion in einem einheitlichen Geldmarkt vollkommen anpassen. Die Integration des Geldmarktes wird in technischer Hinsicht durch das Zahlungssystem TARGET gewährleistet.

Beseitigung des Wechselkursrisikos, Reduzierung von Zinsdifferentialen, Angleichung organisatorisch/institutioneller Regelungen sowie technischer Fortschritt in der Infrastruktur des finanziellen Sektors führen allein schon zu Wachstum und höherer Liquidität des europäischen Kapitalmarktes. Ein zusätzliches Kapitalangebot kommt durch Freisetzung von Mitteln aus den öffentlichen Haushalten im Zuge der Reformen der staatlichen Finanzen in EU-Ländern zustande. In gleicher Richtung wird eine stärkere Ausrichtung der Systeme der Sozialen Sicherung auf das Kapitaldeckungsverfahren wirken. Wachsendes Kapitalangebot von privaten institutionellen Anlegern könnte sich auch aus verstärkter privater Vorsorge ergeben. Die Entwicklung des Kapitalmarktes wird durch Denominierung dieser Mittel in einer einheitlichen europäischen Währung gefördert.

In den erweiterten Märkten kommt es zu verschärftem Wettbewerb zwischen Finanzinstitutionen. Eine unzulängliche finanzielle Intermediation mit entsprechenden Schwächen der angebotenen Finanzprodukte, die auf unzureichenden

¹⁵ Prati, A., Schinasi, G. J. (1997b), S. 20.



Quelle: SVR 1997/98

Abbildung 2: Langfristige Zinssätze

Wettbewerb auf nationalen Märkten zurückgehen, beeinträchtigt Ersparnis und Investition. Ein erhöhter Wettbewerb wird Finanzprodukte hervorbringen, die stärker auf die Präferenzen der Marktteilnehmer abgestellt sind: Bessere Anlagemöglichkeiten dürften zusätzliche Ersparnisse anziehen. Aber auch die Nachfrage nach Kapital sollte aufgrund verbesserter Finanzierungen und leichterem Zugang zu Finanzmärkten zunehmen.

Die Entwicklung zu einem gemeinsamen Kapitalmarkt wird gestützt durch den Beschluß des Europäischen Rates, daß ab 1999 handelbare öffentliche Anleihen der EWU-Länder nur noch in Euro zu begeben sind. Der Entwurf einer Verordnung über die Einführung des Euro ermächtigt die Teilnehmerstaaten, ihre umlaufenden Schuldverschreibungen schon während der Übergangszeit (1.1.1999 bis 31.12.2001) auf Euro umzustellen. Die Bundesregierung hat bereits bekannt gegeben, börsennotierte Altschulden des Bundes am 1. Januar 1999 auf Euro umzustellen, und einen entsprechenden Gesetzesentwurf vorgelegt. Ebenso können Länder und Sondervermögen des Bundes Schuldverschreibungen und Buchschulden sowie andere Emittenten marktgängige Schuldverschreibungen vom 1. Januar 1999 an durch einseitige Erklärung umstellen. Die

frühe Umstellung der Altschulden verhindert eine Spaltung des Marktes in DM-Emissionen und Euro-Emissionen des Bundes und trägt wesentlich zu Größe und Liquidität des Marktes zu Beginn der Endstufe der Währungsunion bei. Die auf Euro umgestellten Bundestitel werden ein breites Laufzeitspektrum von Anbeginn abdecken.

Der Abbau von Marktsegmentierungen durch nationale Währungen ist auch für den Übergang zu einem europäischen Aktienmarkt entscheidend. Nach Einschätzung internationaler Anleger werden Umfang und Liquidität sowie erhöhte Transparenz eines integrierten Aktienmarktes Umschichtungen ihrer Portfolios begünstigen. Gesellschaftsrecht, Steuerrecht und Bilanzierungsvorschriften werden sich nach verbreiteter Ansicht unter dem Druck institutioneller und privater Anleger auf mittlere Frist angleichen. Für die Zukunft wird die Aktie verschiedentlich als wichtigste Anlageform für privates Geldvermögen in Deutschland eingeschätzt.

Im gemeinsamen Kapitalmarkt könnten sich Banken zunehmender Desintermediation und Direktfinanzierung gegenüber sehen.¹⁶ Der Abbau von Regulierungen im europäischen Kapitalmarkt fördert eine direkte Mittelaufnahme und –anlage. Neben Größe und Liquidität des europäischen Kapitalmarktes erleichtern darüber hinaus wettbewerbsbedingt rückläufige Emissionskosten und sinkende Informationskosten grenzüberschreitende direkte Finanzbeziehungen. Rückläufige Informationskosten ergeben sich nicht nur aus erhöhter Transparenz der Finanzmärkte. Auch fortschreitende Integration der Gütermärkte ermöglicht den Anlegern eine bessere Beurteilung der Ertragslage von Unternehmen, die Kapital nachfragen. Der Trend zu Direktfinanzierungen dürfte die Erträge aus Finanzdienstleistungen zulasten der Zinserträge begünstigen.

Unter einer einheitlichen Währung ist vor allem im Großkundengeschäft mit verschärftem globalem Wettbewerb zu rechnen, der (soweit nicht schon vorweg genommen) zu Restrukturierungen im Finanzsektor mit Fusionen und Übernahmen führen kann. International tätige Unternehmen und andere Großkunden (z.B. öffentliche Hand, institutionelle Anleger) erfordern eine Bündelung von Sach- und Humankapital auf seiten der Finanzdienstleister. Konzentration sowie der größere Markt lassen economies of scale im Bankenbereich erwarten, die den Marktteilnehmern zugute kommen können. Größenvorteile können durch Abkehr von regionalen Finanzmärkten und Ausrichtung auf wenige Finanzzentren verstärkt werden.

Vorteile aus einem integrierten Kapitalmarkt beschränken sich nicht auf die Marktteilnehmer aus EWU-Ländern. Die Währungsunion wird auch Kreditnehmern aus Drittländern besseren Zugriff auf Kredite bringen. Soweit Kredite in gewünschtem Umfang in einer bestimmten Währung bisher nicht zur Verfü-

¹⁶ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1997), S. 27 ff.

gung standen, bot sich unter Umständen Gelegenheit, Mittel in einer anderen EWS-Währung aufzunehmen und auf dem Devisenmarkt in die gefragte Währung umzutauschen (ob ein Währungsswap gelingen würde, sei dahin gestellt). In der Währungsunion entfallen nicht nur Umtauschkosten, möglicherweise sind auch die Zinsen niedriger als in der verfügbaren nationalen Währung vor der Währungsunion. Außerdem stellt sich für Kreditnehmer bei Fälligkeit nicht mehr das Problem der Aufbringung einer bestimmten nationalen Währung, gegebenenfalls über eine Drittwährung mit weiteren Transaktionskosten und Wechselkursrisiko. Ein z.B. in Frankreich aufgenommener Kredit in Euro-Währung kann künftig unmittelbar für Zahlungen in Deutschland verwendet und mit in Deutschland erwirtschafteten Erlösen verzinst und getilgt werden.

Für private Kapitalimporte aus Drittländern sind vor allem Größe und Liquidität des integrierten Kapitalmarktes sowie Vorteile aus einer Diversifikation von Portfolios zugunsten des Euro gegen andere Währungen maßgeblich. Ein großer Markt für Anleihen souveräner Schuldner aus dem Euro-Bereich dürfte umfangreiche private Kapitalzuflüsse auslösen. Außerdem sollten internationale institutionelle Anleger durch ein weit gefächertes Angebot von Fonds in einer einheitlichen Währung angezogen werden und einen erheblichen Teil ihrer Portfolios zugunsten des gemeinsamen Kapitalmarktes umschichten.¹⁷ Für den Aktienmarkt wird ebenfalls mit steigenden privaten Kapitalimporten aus Drittländern gerechnet.

E. Ausblick

Die Leistungsfähigkeit des europäischen Kapitalmarktes und die Stellung des Euro im Weltwährungssystem hängen entscheidend von der inneren und äußeren Stabilität des Euros ab. Zur äußeren Stabilität trägt entsprechend dem Kaufkraftparitäten-Konzept die innere Stabilität wesentlich bei. Hier sind die vertraglich festgelegte Stabilitätsorientierung sowie die Geldpolitik der EZB und die Fiskalpolitik gefordert. Ihr Erfolg ist andererseits maßgeblich verknüpft mit der Entwicklung der europäischen Finanzmärkte. In den letzten Jahren kam es zu spürbaren Verlagerungen internationaler Anlagen vom Dollar zu EU-Währungen, unter anderem bedingt durch Vorteile einer Diversifikation. Nach Modellrechnungen könnte der Marktanteil des Euro in internationalen Portfolios in Zukunft mit etwa 35% nahe an die Dollar-Anlagen herankommen.¹⁸ Auch das Verhalten der Russischen Zentralbank wird in diesem Zusammenhang eine nicht zu unterschätzende Rolle spielen. Die Fortschritte bei der Rubelstabilisierung haben dies bereits angekündigt.

¹⁷ Prati, A., Schinasi, G. J. (1997b), S. 55.

¹⁸ Issing, O. (1996).

Literaturverzeichnis

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1997), Entwicklung des Internationalen Bankgeschäfts und der Internationalen Finanzmärkte, Basel 1997.
- Bofinger, P., Flassbeck, H., Hoffmann, L.* (1997), Orthodox Money-Based Stabilization (OMBS) versus Heterodox Exchange Rate-Based Stabilization (HERBS): The Case of Russia, the Ukraine and Kazakhstan, in: *Economic Systems*, 1997.
- Buch, C.M.* (1998), Russian Monetary Policy, erscheint in: *Economic Systems*, Heft 2, Juni 1998.
- Corden, W. M.* (1993), Exchange Rate Policies for Developing Countries, in: *The Economic Journal*, 1993.
- De Grauwe, P.* (1997), *The Economics of Monetary Integration*, 3.Aufl., Oxford N.Y. 1997, (hier zitiert nach der 2. Aufl. 1994).
- DIW, IfW, IWH (1993-1997) (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Institut für Wirtschaftsforschung Halle), *Die wirtschaftliche Lage Rußlands*, 2. bis 11. Bericht, 1993 bis 1997.
- Frenkel, J.A., Goldstein, M.* (1986), A Guide to Target Zones, in: *IMF Staff Papers*, 1986.
- Geigant, F.* (1997), Legalität und Legitimität, Die Autonomie staatlicher Einrichtungen am Beispiel des Zentralbankwesens, in: *Jahrbuch für Philosophie des Forschungsinstituts für Philosophie Hannover*, 1997.
- Goldberg, L.S.* (1993), Foreign Exchange Markets in Russia, in: *IMF Staff Papers*, 1993.
- International Monetary Fund (1997), *World Economic Outlook October 1997*, Washington D.C. 1997.
- (1993), *IMF Economic Reviews, The Russian Federation*, Washington D.C. 1993.
 - (1992), *Economic Review, Russian Federation*, Washington D.C. 1992.
 - *International Financial Statistics* (versch. Jahrgänge), Washington D.C.
- Issing, O.* (1996), Mögliche Auswirkungen der Europäischen Währungsunion auf die internationalen Finanzmärkte, in: *Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 76, 1996.
- Kremiski, T.* (1997), *Wechselkursverhalten in Bandbreitensystemen*, Wiesbaden 1997.
- Obstfeld, M.* (1995), *International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned*, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 1995.
- Prati, A., Schinasi, G.J.* (1997a), Welchen Einfluß wird die EWU auf die europäischen Wertpapiermärkte haben?, in: *Finanzierung & Entwicklung*, 1997.
- (1997b), *European Monetary Union and International Capital Markets: Structural Implications and Risks*, International Monetary Fund (Hrsg.), Working Paper 97/62, Washington D.C. 1997.
- Schweikert, R.* (1993), Implikationen alternativer geld- und wechselkurspolitischer Regelungen im Transformationsprozeß, in: *Kredit und Kapital*, 1993.
- Tietmeyer, H.* (1997), Der Euro als Herausforderung für die deutschen Finanzmärkte, in: *Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 62, 1997.
- Williamson, J.* (1985), *The Exchange Rate System*, Washington D.C. 1985.

Banken, Versicherungen und Finanzwirtschaft

Kreditwirtschaftliche Konzentrationsprozesse im Zuge der europäischen Integration

Von Ulf G. Baxmann

A. Zur Aktualität der Bankenkonzentration

„Mit dem Euro eine Fusionswelle“ - so lautete die Überschrift eines deutschen Nachrichtenmagazins zu einem Interview mit dem Vorstandsvorsitzenden der größten deutschen Bank, der spätestens mit dem Euro eine staatsübergreifende Fusionswelle mit Unternehmenszusammenschlüssen in einem bisher nicht gekannten Ausmaß prognostizierte.¹ Gestützt wird diese Aussage durch eine zunehmende Anzahl von Meldungen über Fusionen bzw. Fusionsansätze auf nationaler und internationaler Ebene sowohl im Nichtbanken- als auch im Bankenbereich. Speziell in der Kreditwirtschaft haben allein im Jahr 1997 die (beabsichtigten) Zusammenschlüsse der Nord/LB mit der Bankgesellschaft Berlin, der Bayerischen Vereins- mit der Hypotheken- und Wechselbank, der finnischen Merita Pankki mit der schwedischen Nordbanken sowie insbes. der Schweizerischen Bankgesellschaft mit dem Schweizerischen Bankverein zur United Bank of Switzerland als nunmehr größtem europäischen Kreditinstitut (Bilanzsumme zum Fusionszeitpunkt: ca. 1,1 Bill. DM) Schlagzeilen erzeugt.

Wenngleich die oben genannten Fusionen aufgrund ihrer Größenordnung den größten Teil der medialen Aufmerksamkeit absorbierten, ist doch festzuhalten, daß sie nur die Spitze des Eisberges darstellen. Der weitaus größere Anteil des kreditwirtschaftlichen Konzentrationsprozesses (gemessen an der Anzahl von Zusammenschlüssen) vollzieht sich nach wie vor auf sehr viel weniger spektakuläre Weise im Sparkassen- und vor allem im kreditgenossenschaftlichen Bankensektor, und das bereits seit mehreren Dekaden.

In der deutschen Kreditwirtschaft haben sich bereits seit Mitte des 19. Jahrhunderts phasenweise mehr oder weniger stark ausgeprägte Konzentrationspro-

¹ Vgl. Palan u.a. (1997), S. 242 f. Vgl. ebenso Kohlhaussen (1997), S. B3.

zesse vollzogen.² Konzentration ist also keine grundsätzlich neue Erscheinung, auch wenn die Berichterstattung in den Medien mitunter diesen Eindruck vermittelt. Bemerkenswert ist demnach weniger die Bankenkonzentration an sich, sondern eher der Grad an Aufmerksamkeit, der ihr gewidmet wird und sich darauf begründet, daß nunmehr auch größere, überregionale und somit bekanntere Institute fusionieren (wollen) bzw. zum Gegenstand von Fusionsphantasien geworden sind. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit sich die aktuelle kreditwirtschaftliche Konzentration (auch) als Reflex der europäischen Integration erweist und wie sie aus verschiedener Sicht zu beurteilen ist.

B. Begriffliche Abgrenzungen und Grundüberlegungen

Die Betrachtung von Konzentrationsprozessen setzt notwendigerweise eine Begriffsklärung voraus, da es keine einheitliche, allgemein akzeptierte Definition von „Konzentration“ gibt.³ In Anlehnung an Pohmer/Bea⁴ sei Konzentration hier als Ballung ökonomischer Größen verstanden und ein Konzentrationsprozeß als *Zeitraumbetrachtung* - im Gegensatz zum *zeitpunktbezogenen Konzentrationsstand* - konstatiert, wenn

- die Anzahl der Merkmalsträger, hier der Kreditinstitute, schrumpft (*absolute Konzentrationsprozesse*) oder
- die Verteilung eines gesamten Merkmalsbetrages, hier des Geschäftsvolumens, auf die einzelnen Merkmalsträger ungleichmäßiger wird (*relative Konzentrationsprozesse*).

Zur Messung und Darstellung des jeweiligen Konzentrationsgrades sowie der entsprechenden Konzentrationsprozesse im Zeitablauf werden *verschiedene Maßgrößen* verwendet, z.B. für den im folgenden betrachteten Bankensektor:

- a) *die Anzahl der Kreditinstitute bzw. Fusionen*, wobei eine fusionsbedingte Abnahme der Institutsanzahl lediglich einen absoluten Konzentrationsprozeß zum Ausdruck bringt; zur Erfassung relativer Konzentrationsprozesse ist diese Maßgröße ungeeignet;⁵

² Vgl. Büschgen (1973), S. 44 sowie Hahn (1981), S. 245 ff.; für den Zeitraum 1848-1980 vgl. Pohl (1982); speziell für Kreditgenossenschaften vgl. Lampert (1989), S. 56 ff. sowie Zerche (1989), S. 262 ff.

³ Vgl. zur Abgrenzung des Konzentrationsbegriffes z.B. Geigant u.a. (1994), S. 508 f. sowie Büschgen (1973), S. 38 ff.; Lenel (1978), S. 540 f. und Zerche (1989), S. 262 (letzte mit weiterführenden Nachweisen).

⁴ Vgl. Pohmer/Bea (1975), Sp. 2221.

⁵ Vgl. Baxmann (1991), S. 510 sowie die Ausführungen im folgenden Abschnitt C.I.

- b) *die Entwicklung durchschnittlicher Bilanzsummen bzw. Geschäftsvolumina*, wobei zu bedenken ist, daß diese zwar durch absolute Konzentrationsprozesse in Form von Fusionen zunehmen, aber auch durch andere Einflüsse wachsen können. Insofern könnte allenfalls ein „überproportionales Wachstum“⁶ - und dies auch nur unter nicht unproblematischen Annahmen⁷ - als Indiz eines Konzentrationsprozesses gewertet werden;
- c) *Konzentrationskurven und -koeffizienten*, wobei neben Lorenzkurven, GiniKoeffizienten und dem Herfindahl-Index auch einfache Konzentration-ratios herangezogen werden, um die relative Konzentration zu erfassen.⁸ Damit wird jedoch in erster Linie nur der relative Konzentrationsstand gemessen; Konzentrationsprozesse sind dann komparativ-statisch daraus abzuleiten.

Hinsichtlich der *Konzentrationsart* werden gemeinhin horizontale, vertikale und diagonale Zusammenschlüsse unterschieden.⁹ Bezogen auf die Kreditwirtschaft kann dies folgendermaßen interpretiert bzw. umgesetzt werden:

- Als *horizontale* Konzentration gelten Zusammenschlüsse zwischen Instituten auf derselben (lokalen, regionalen oder überregionalen) Ebene, also z.B. zwischen Sparkassen oder Landesbanken oder Kreditgenossenschaften.
- Als *vertikale* Konzentration sind unter dem Aspekt der Zulieferung jene Zusammenschlüsse zu bezeichnen, bei denen sich Institute von verschiedenen Ebenen vereinigen, also z.B. Sparkassen mit Landesbanken oder genossenschaftliche Zentralbanken mit der DG-Bank. Definitionsgemäß ist dies nur in mehrstufig strukturierten Banksektoren, also im öffentlich-rechtlichen bzw. im genossenschaftlichen Bankensektor möglich.
- Als *heterogene* (auch „diagonal“ oder „konglomerat“ genannte) Konzentration *erster Art* sind dann sektorübergreifende Zusammenschlüsse z.B. zwischen Sparkassen und Kreditgenossenschaften oder zwischen Landesbanken und Regionalbanken anzusehen. Weitergehende, sich über die Banken hinaus auf andere (Finanz-)Institutionen erstreckende

⁶ Vgl. Büschgen (1973), S. 40.

⁷ Vgl. Baxmann (1992), S. 89.

⁸ Concentration-ratios erfassen den Anteil der x größten Unternehmen am zugrundegelegten Gesamtmerkmalsbetrag (bei Banken: das Geschäftsvolumen). Lorenzkurven zeigen relative Konzentrationen durch eine zunehmende Entfernung von der Gleichverteilungsgeraden. Gini-Koeffizienten messen den Konzentrationsgrad anhand der sich zwischen Lorenzkurve und Gleichverteilungsgeraden ergebenden Fläche. Vgl. dazu Pohmer/Bea (1975), Sp. 2222 f. sowie Lenel (1978), S. 542 m.w.N.

⁹ Vgl. z.B. Pohmer/Bea (1975), Sp. 2225 sowie Lenel (1978), S. 541 f.

Zusammenschlüsse, die sich v.a. vor dem Hintergrund verschiedener Allfinanzkonzepte¹⁰ anbieten, werden hier ebenfalls als *heterogene Konzentration (zweiter Art)* bezeichnet.

Nicht nur angesichts der diversen Konzentrationsarten stellt sich die Frage nach den Motiven bzw. *Ursachen der Bankenkonzentration*. Im wesentlichen lassen sich dabei bankexterne (bankaufsichtsrechtliche, verbands- und allgemeinpolitische) sowie bankinterne Ursachen (Wettbewerbsüberlegungen, Ertrags- und Kostensituation bzw. generell Betriebsgrößen- und Fusionsvorteile) unterscheiden.¹¹ Die weiteren Ausführungen zeigen, differenziert nach Bankengruppen, welche dieser Ursachen wann Konzentrationen induziert haben und welche ggf. im Zuge der europäischen Integration in den Vordergrund gerückt sind.

C. Darstellung kreditwirtschaftlicher Konzentrationsprozesse

I. Sektorale Analyse der Konzentrationsprozesse in der deutschen Kreditwirtschaft

1. Der genossenschaftliche Bankensektor

Absoluten Zahlen zufolge weist die lokale Ebene des genossenschaftlichen Sektors (Volks- und Raiffeisenbanken) die *höchste (absolute) Konzentration* auf. Nachdem sich die Anzahl v.a. der ländlichen Kreditgenossenschaften von 1950-1970 bereits halbiert hatte,¹² haben sich dort seither mehrere Konzentrationsphasen vollzogen. Zumeist wurden sie durch bankexterne Impulse initiiert, so v.a. durch den Zusammenschluß der beiden Dachorganisationen der gewerblichen und der ländlichen Kreditgenossenschaften (1972), die Einführung des "Vier-Augen-Prinzips" (KWG-Novelle 1976) und die Senkung der Großkreditgrenze (KWG-Novelle 1985).¹³ In diesen beiden Dekaden halbierte sich die Institutsanzahl nochmals (von ca. 6.000 auf rund 3.000 Kreditgenossenschaften), und vereinzelt wurde seinerzeit im Hinblick auf die Jahrtausendwende schon vom „Ziel der 1000 Kreditgenossenschaften“ gesprochen. Lediglich unterbro-

¹⁰ Vgl. in diesem Zusammenhang bereits Rudolph (1991), S. 345 ff.

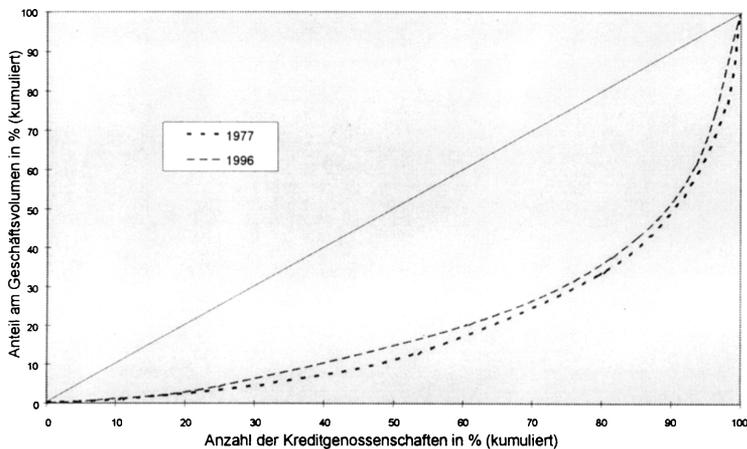
¹¹ Vgl. Baxmann (1992), S. 85 f.

¹² Vgl. Swoboda, (1980), Sp. 532.

¹³ Zu den jeweiligen Fusionsauswirkungen vgl. Baxmann (1992), S. 91 ff. Eine differenziertere Phaseneinteilung findet sich bei Hahn (1986), S. 136 f.

chen durch die deutsche Wiedervereinigung, im Zuge derer die Institutszahl um ca. 300 zunahm,¹⁴ hat sich die Anzahl der Primärbanken dann von 3.344 (1990) auf 2658 (1994) um 686 (ca. 170 p.a.) und schließlich 1995 um 69 bzw. 1996 um weitere 85 auf 2.504 Kreditgenossenschaften reduziert. Von einer außergewöhnlichen Fusionswelle, wie z.B. in den Jahren 1972/73, 1977/78 und 1980/81, als sich die Institutsanzahl jeweils um mehr als 200 p.a. reduzierte, kann somit selbst unter Berücksichtigung der mittlerweile geringeren Grundgesamtheit zumindest für die beiden letzten Jahre keine Rede sein.

Neben anfänglichen Strukturbereinigungen in den neuen und einzelnen Schief lagen auch in den alten Bundesländern werden als Ursachen der Konzentrationsbewegung der 90er Jahre v.a. *bankinterne Überlegungen* zur Kostensituation, Ertragslage bzw. Wettbewerbsfähigkeit gesehen - und dies nicht zuletzt im Hinblick auf die *Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU)*. Dabei ist die Auffassung recht verbreitet, daß sich in einem größeren Markt primär größere Unternehmen behaupten und infolgedessen v.a. seitens der Firmenkunden höhere Anforderungen (nachgefragte Kreditvolumina, Beratungskapazitäten, etc.) an die Kreditinstitute herangetragen werden, die diese nur mit einer erweiterten Mindestbetriebsgröße autonom befriedigen können.



Quelle: Eigene Berechnungen. Grunddaten aus: BVR (Hrsg.), Berichtzahlen, Jahresbericht des Bundesverbandes deutscher Volksbanken und Raiffeisenbanken, diverse Jahrgänge.

Abbildung 1: Entwicklung der relativen Konzentration deutscher Kreditgenossenschaften im Vergleich der Jahre 1977 und 1996

¹⁴ Vgl. BVR (1992), S. 35 in Verbindung mit BVR (1991), S. 39.

Bemerkenswert ist im übrigen, daß der insoweit über die abnehmende Instanzanzahl erfaßten absoluten Konzentration eine umgekehrte Entwicklung der relativen Konzentration gegenübersteht. So läßt sich aus der Abb. 1 zumindest komparativ-statisch im Vergleich der Jahre 1977 und 1996 eine Bewegung der Lorenzkurve in Richtung zur Gleichverteilungsgeraden ableiten. Die darin zum Ausdruck kommende *Abnahme der relativen Konzentration* ist indes nur auf den ersten Blick überraschend: Da zumeist kleinere Banken fusionieren, bilden sie als größere Einheiten ein Gegengewicht zu den bestehenden Großinstituten und fördern damit die Tendenz zur Gleichverteilung. Die Abnahme der relativen Konzentration ist dann eine geradezu zwangsläufige Konsequenz der absoluten Konzentration.

Von der Öffentlichkeit noch weniger beachtet - in Relation zur ursprünglichen Grundgesamtheit aber noch krasser - ist der *absolute Konzentrationsprozeß auf der regionalen Ebene* dieses Sektors. Die Zahl der genossenschaftlichen Zentralbanken¹⁵ hat sich dort von 18 (1967) v.a. durch den Zusammenschluß der Volks- und Raiffeisenorganisationen nahezu halbiert (1977: 10), ging dann weiter auf 5 (bis 1989) zurück und verminderte sich schließlich nochmals infolge des partiell realisierten Übergangs von der Drei- in die Zweistufigkeit (initiiert durch die Schieflage der Bayerischen Raiffeisen-Zentralbank, die 1985 notgedrungen von der DG-Bank übernommen wurde).¹⁶ Letzteres ist das klassische Beispiel für einen *vertikalen Konzentrationsprozeß* in diesem Sektor. Seit 1990 existieren somit nur noch 3 regionale Zentralbanken alter Prägung. Wenngleich nicht auszuschließen ist, daß sich auch diese Banken eines Tages aus Wirtschaftlichkeitsgründen vereinigen (sei es mit oder ohne ihr Spitzeninstitut), so ist doch zumindest momentan keine durch die europäische Integration hervorgerufene Konzentrationsnotwendigkeit offenkundig.

Im Hinblick auf *heterogene Konzentrationsprozesse* ist anzumerken, daß im genossenschaftlichen Verbund zwar verschiedene Finanzinstitute (Universal- und Hypothekenbanken, Bausparkasse, Versicherung, Investmentfonds, etc.) zusammengeschlossen sind, ohne jedoch ihre rechtliche Selbständigkeit und autonome Entscheidungsbefugnis aufzugeben zu haben. Insofern weist das Zusammenwirken der angeschlossenen Institute eher den Charakter einer *informellen Konzentration i.w.S.* (Kooperation versus Konzentration i.e.S.) auf.

¹⁵ Vgl. Daten der Deutschen Bundesbank, vermindert um die dort aus statistischen Gründen mit erfaßte, i.e.S. jedoch nicht als regionale Zentralbank geltende DG-Bank.

¹⁶ Vgl. insbes. Bonus (1988) sowie Lürig (1989) und Schierenbeck (1988).

2. Der öffentlich-rechtliche Bankensektor

Auf der *lokalen Sparkassenebene* hat ebenfalls eine ausgeprägte absolute Konzentration stattgefunden, die aber aufgrund des Betriebsgrößenunterschiedes (das durchschnittliche Geschäftsvolumen einer Sparkasse im Bundesgebiet beträgt in etwa das Achtfache einer Kreditgenossenschaft) zunächst weniger in wirtschaftlichen Sachzwängen und auch weniger in aufsichtsrechtlichen Restriktionen, sondern vielmehr in kommunalpolitischen Umstrukturierungen begründet war. So verminderte sich die Anzahl der Sparkassen im Zuge der kommunalen Gebietsreform von 1970 (833) bis 1979 (603) um 230 Institute (mehr als 25 p.a.). Die 80er Jahre brachten dann eine Phase der relativen Ruhe: Während der gesamten Dekade reduzierte sich die Institutsanzahl lediglich um weitere 20 auf 583 (1989) mit maximal 3 Zusammenschlüssen in einem Jahr. Diese Ruhephase endete 1990, als mit einer Reduktion um 8 Sparkassen erstmals wieder ein Konzentrationsausmaß wie zuvor 1979 erreicht wurde. Ursächlich hierfür waren nunmehr in erster Linie bankinterne Überlegungen zur Wirtschaftlichkeit und zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit im Vorfeld der Einführung des europäischen Binnenmarktes. Diese Bewegung forcierte sich 1991 mit einer weiteren Reduktion um 18 Institute, wenngleich diese zahlenmäßig überlagert wurde durch die Aufnahme der 191 Sparkassen in den neuen Bundesländern, so daß die Daten des DSGV eine statistisch bedingte Zunahme um 173 Institute ausweisen.¹⁷ Seither hat sich die Sparkassenanzahl weiter von 748 (1991) auf 607 (1996) - also um knapp 30 pro Jahr - vermindert. Dabei überlappen sich zwei verschiedene Prozesse, nämlich erstens die Bestrebung, steigenden Anforderungen der Bankenkundschaft (insbes. bei Firmenkunden und auch als Folge der europäischen Integration) durch eine steigende Betriebsgröße gerecht werden zu können, und zweitens in den neuen Bundesländern eine der o.a. Gebietsreform vergleichbare Anpassung der Geschäftsgebiete an die Gewährträgergebiete. Im übrigen bleibt anzumerken, daß analog zu den Kreditgenossenschaften der insoweit dargelegte absolute Konzentrationsprozeß wiederum einhergeht mit einer entsprechenden Abnahme der relativen Konzentration (vgl. Abb. 2).

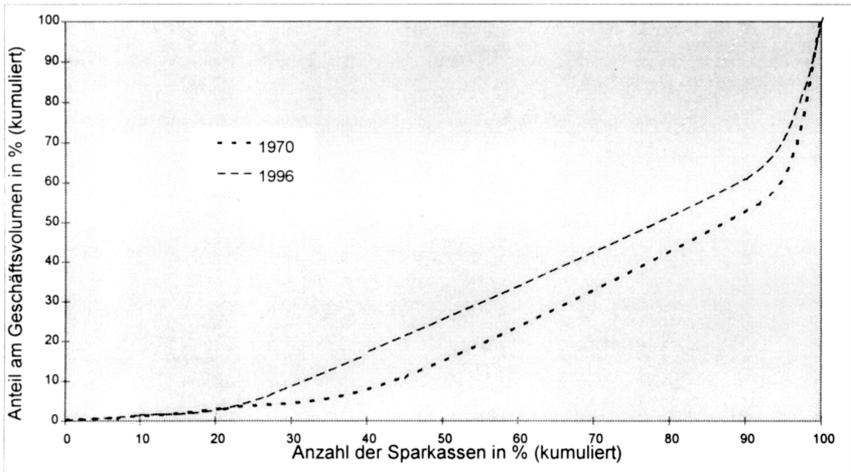
Auf der zweiten Ebene des öffentlich-rechtlichen Bankensektors wurden, nachdem bereits zu Beginn der 70er Jahre drei Großfusionen stattgefunden hatten (Entstehung der WestLB 1969, NordLB 1970 und der Bayerischen Landesbank 1972),¹⁸ insbes. in den 80er Jahren weitreichende Überlegungen zur *Konzentration der Landesbanken* angestellt, nicht zuletzt aufgrund deren mehrfacher Auslandspräsenz, der damit zersplitterten Marktmacht und ineffizient genutzter Ressourcen. Einem entsprechenden Strukturpapier des DSGV, das einen Zusammenschluß zu 4 Instituten vorsah, folgte Mitte 1989 die Empfehlung,

¹⁷ Vgl. DSGV (Hrsg.), Jahresbericht, div. Jahrgänge.

¹⁸ Erst 1988 ging aus einer weiteren Fusion die SüdwestLB hervor.

eine einzige deutsche Sparkassen-Zentralbank zu errichten. Nach dem Scheitern dieses Modells gingen die Landesbanken auf den Abschluß diverser bi- oder multilateraler Kooperationsabkommen über, z.T. unterlegt durch entsprechende gegenseitige Beteiligungen. Insofern ist hier seit Beginn der 90er Jahre keine durch eine Reduzierung der Landesbanken gekennzeichnete absolute Konzentration, sondern vielmehr eine in der Kooperation begründete, mehr oder weniger informelle Zusammenschlußbewegung zu verzeichnen.

Letzteres gilt im Hinblick auf die *heterogene Konzentration zweiter Art* auch für die sog. *Finanzgruppen*, in denen Sparkassen und Landesbanken mit zumeist rechtlich selbständigen Landesbausparkassen, Versicherern, Investmentfonds etc. zusammenzuarbeiten. Auch *heterogene Fusionen erster Art* sind hier nicht mehr ausgeschlossen, wie insbes. die Gründung der Bankgesellschaft Berlin sowie deren geplanter Zusammenschluß mit der NordLB belegen.¹⁹



Quelle: Eigene Berechnungen. Grunddaten aus: DSGV (Hrsg.), Jahresberichte des deutschen Sparkassen- und Giroverbandes, diverse Jahrgänge.

Abbildung 2: Entwicklung der relativen Konzentration deutscher Sparkassen im Vergleich der Jahre 1970 und 1996

Bemerkenswert sind zudem einige aktuelle Ansätze zur *vertikalen Konzentration*: Nachdem bereits seit 1970 die Sparkassenfunktion in der Region

¹⁹ Die Bankgesellschaft Berlin AG entstand 1993 als Holding aus dem Zusammenschluß zweier privater Institute mit der öffentlich-rechtlichen Landesbank Berlin. Als privatrechtliche Bank (allerdings zu 80% in öffentlichem Besitz) steht sie nunmehr vor der Vereinigung mit der öffentlich-rechtlichen NordLB.

Braunschweig von der NordLB ausgeübt wird und seit 1990 die ehemalige Sparkasse der Stadt Berlin als Landesbank agiert,²⁰ stand 1997 die letztlich nicht realisierte Übernahme der Hamburgischen Landesbank durch die Haspa zur Diskussion, gefolgt von der Anfang 1998 angekündigten Fusion der SüdwestLB mit der Landeskreditbank und der als Sparkasse fungierenden Landesgirokasse Stuttgart zur Landesbank Baden-Württemberg (als vorerst sechstgrößtes deutsches Kreditinstitut).²¹

3. Der Sektor privater Kreditbanken

Unter Konzentrationsaspekten stehen innerhalb dieses heterogen zusammengesetzten Bankensektors²² die *Privatbankiers*, deren Anzahl sich von ca. 2000 im Jahre 1933 auf unter 100 gegen Ende der 70er Jahre reduzierte, als am stärksten betroffene Untergruppe im Vordergrund. Wenngleich die rechtsformgebundene definitorische Abgrenzung sowie statistische Umgliederungen²³ Verzerrungen bewirkten, ist doch eine anhaltende Konzentrationstendenz bei den Privatbankiers offenkundig. Allein im Verlauf der 90er Jahre sank deren Anzahl weiter um über 25% von 83 (1990) auf 61 (1996).²⁴ Eine verstärkte bzw. außergewöhnliche, speziell in der europäischen Integration begründete Konzentrationsbewegung ist hier indes nicht zu erkennen.

Weniger spektakulär verlief in dieser Hinsicht zunächst die Entwicklung der *Regionalbanken*, deren Anzahl von 1966 bis 1985 (jeweils 105 Institute) im Grunde stagnierte (mit Schwankungen zwischen 99 und 121 Banken). Forciert durch die o.a. Umgliederung und die Wiedervereinigung erhöhte sich ihre Anzahl auf 197; seit 1991 ist sie jedoch auch rückläufig (1996: 190 Banken).²⁵ Aufgrund ihrer Größenordnung erregte 1997 v.a. die Ankündigung der Fusion der beiden bayerischen Regionalbanken zur zukünftigen Bayerischen Hypo- und Vereinsbank besonderes Aufsehen. Mit einer gemeinsamen Bilanzsumme von rund 750 Mrd. DM (per Ende 1996) avancieren sie zum zweitgrößten deutschen Bankkonzern und zum größten Immobilienfinanzierer in Europa.

²⁰ Vgl. Baxmann (1995), S. 109.

²¹ Schon vor deren Realisierung bestehen weitere Überlegungen, die Landesbanken Baden-Württembergs und Bayerns zu einer Süddeutschen Landesbank zu vereinen.

²² Zur Abgrenzung der Untergruppen vgl. die Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank mit den dort als Anhang aufgeführten Erläuterungen.

²³ So erzeugte die Umgliederung von 72 Teilzahlungsbanken per 1986 einen rechnerischen Zuwachs der Privatbankiers um 22 (und der Regionalbanken um 42) Institute.

²⁴ Dabei werden viele Privatbankiers ohnehin bereits von größeren Banken kontrolliert und suggerieren ihre Selbständigkeit v.a., um dem Exklusivitätsbegehren einzelner Kunden gerecht zu werden. Vgl. auch Schütz (1996), S. 991.

²⁵ Vgl. Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank, div. Jahrgänge.

Last not least verbleibt die Gruppe der sog. *Großbanken*, deren Anzahl sich zwar in der Bundesbankstatistik von 6 (1990) auf 3 (1996) verminderte, dies jedoch allein aufgrund der Integration ihrer vormals separat erfaßten Berliner Tochterbanken. Allerdings mehren sich mittlerweile die Phantasien und Gerüchte, z.B. zur Übernahme der Commerzbank durch die Deutsche Bank als Gegengewicht zu der Spekulation um den Zusammenschluß der Dresdner Bank mit der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank (unter der Regie der Allianz).²⁶

II. Bankenkonzentration in Europa

Deutschland gilt gemeinhin als *'overbanked'*, womit eine vergleichsweise hohe Bankstellendichte (gemessen an der relativ geringen Anzahl von ca. 1.400 Kunden pro Bankstelle) gemeint ist. Die Anzahl rechtlich selbständiger Institute liegt hier - v.a. wegen der noch bestehenden Vielzahl von Kreditgenossenschaften - deutlich über der anderer europäischer Länder, so daß ein gewisser (Konsolidierungs-)Nachholbedarf als Begründung für die erwartete Konzentrationswelle angeführt wird. Tatsächlich zeigt sich, daß in vielen Nachbarländern schon von nur einigen, mitunter weniger als 5 Banken eine marktbeherrschende Stellung eingenommen wird.²⁷ Demgegenüber fällt das kumulierte Geschäftsvolumen der 3 deutschen Großbanken mit einem Marktanteil von rund 10% recht bescheiden aus. Einen breiteren Überblick zum bankbetrieblichen Konzentrationsstand²⁸ in ausgewählten europäischen Ländern bietet die Tabelle 1.

Dabei ist zu berücksichtigen, daß seit dem Erhebungszeitpunkt weitere, von der Größenordnung her z.T. bemerkenswerte Zusammenschlüsse stattgefunden haben, sei es innerhalb der Kreditwirtschaft, sektorübergreifend mit anderen Finanzdienstleistern (insbes. mit der selbst durch Konzentrationsprozesse gezeichneten Versicherungswirtschaft) und auch über nationale Grenzen hinweg. Exemplarisch sei hier die Situation einzelner Staaten skizziert:

- *Frankreich*: Nach der Fusion von Axa und UAP (1996) zum zweitgrößten Versicherungskonzern der Welt stellt sich die Frage eines ggf. zu bildenden Gegenpols. In der Kreditwirtschaft richtet sich - nachdem bereits vor der Eröffnung des Binnenmarktes eine massive Konzentration der Sparkassen erfolgte - der Blick auf drei mittelgroße Banken als Übernahmekandidaten.²⁹

²⁶ Zu weiteren - z.T. bereits überholten - Fusionsüberlegungen vgl. Wiebe (1997), S. 20.

²⁷ Vgl. die zur Tabelle 1 genannte Quelle der BIZ sowie O.V. (1997a), S. 702.

²⁸ Vgl. auch aktuellere (Stand: Mai 1997), jedoch weniger gut vergleichbare Daten bei Dombret (1997), S. B8.

²⁹ Vgl. Braunberger (1997), S. 30.

Tabelle 1

Übersicht zum Konzentrationsstand der Banken in ausgewählten europäischen Ländern (Stand: zumeist 1995, vereinzelt Vorjahre)

Land	Bilanzsummenanteil der 10 größten Institute	Land	Bilanzsummenanteil der 10 größten Institute
Schweden	93%	Spanien	62%
Niederlande	89%	Italien	45%
Finnland	83%	Deutschland	28%
Großbritannien	78%	<i>Nachrichtlich:</i>	
Belgien	73%	Schweiz	62%
Norwegen	71%	Japan	43%
Frankreich	63%	USA	21%

Quelle: Daten der BIZ aus McCauley/White (1997), S. 42.

- *Großbritannien:* Auch hier vollziehen sich bereits seit mehreren Jahren sowohl innersektorale als auch sektorübergreifende Konzentrationsprozesse zwischen den Banken, Versicherungen und Bausparkassen, die sich zumeist zu Allfinanzkonzernen entwickeln.
- *Niederlande:* Außer dem auf Versicherungen fokussierten Aegon-Konzern sind hier vier weitere auf das Bank- bzw. das Allfinanzgeschäft ausgerichtete Finanzkonzerne tätig, von denen insbes. die ING eine breite, branchenübergreifende und zugleich auch grenzüberschreitende Akquisitionspolitik betreibt. So hat die ING nach dem Kauf der britischen Barings Bank und einer amerikanischen Versicherungsgesellschaft mittlerweile auch die belgische BBL (Banques Bruxelles Lambert) übernommen.³⁰
- *Österreich:* Im Vordergrund standen hier die Fusion von Erster Oesterreichischer und GiroCredit zur Erste Bank sowie die ebenfalls per 1997 erfolgte Übernahme der Creditanstalt Bankverein durch die Bank Austria.³¹
- *Schweiz:* Auch als Nicht-EWWU-Kandidat ist die Schweiz ein bedeutender europäischer Finanzplatz. Vorbehaltlich der Zustimmung der eidgenössischen Wettbewerbshüter wird dessen Stellenwert durch die 1997 angekündigte Megafusion von Bankgesellschaft und Bankverein zur United Bank of Switzerland (der zweitgrößten Bank der Welt mit einer

³⁰ Vgl. Boer (1997), S. 29 sowie Bergius (1997), S. 20.

³¹ Vgl. Kattinger (1997), S. 29.

Bilanzsumme über 1,1 Bill. DM) weiter gestärkt. Zuvor hatten bereits der Bankverein die britische Warburg Bank bzw. die Bankgesellschaft die deutsche SMH-Bank erworben. Die Credit Suisse als dritte Großbank ist nach der Übernahme mehrerer kleiner Banken durch den Zusammenschluß mit der Winterthur Versicherung zu einer der weltweit führenden Allfinanz-Gruppen aufgestiegen.³²

- *Skandinavien*: Hervorzuheben ist die im Herbst 1997 angekündigte grenzüberschreitenden Fusion der *schwedischen* Nordbanken mit der *finnischen* Merita Pankki zum größten Bankenkonzern Nordeuropas (Bilanzsumme: ca. 190 Mrd. DM). Speziell im Hinblick auf die EWWU wurde als Hauptsitz Helsinki festgelegt, da Finnland als sicheres Gründungsmitglied gilt und die Schweden somit Zugang zum Zahlungsverkehrssystem TARGET erhalten.³³
- *Spanien*: Die vor wenigen Jahren selbst aus Fusionen hervorgegangenen fünf Großbanken haben eine konsequente Allfinanzstrategie verfolgt. Zuletzt richteten sich ihre Übernahmeaktivitäten indes weniger auf den stark umworbenen europäischen Markt, sondern mehr auf Lateinamerika, da der Aufbau transatlantischer Allfinanzkonzerne höhere Margen versprach.³⁴

D. Kritische Würdigung der Konzentrationsprozesse

Die Beurteilung der Bankenkonzentration kann naturgemäß nicht in einer einvernehmlichen Aussage münden. Zu verschieden sind die Sichtweisen der Beteiligten und Betroffenen:

- Aus der *Sicht der Kunden* stellt sich v.a. die Frage, inwieweit Zusammenschlüsse die Qualität der Bankleistung bzw. die generellen Wettbewerbsverhältnisse verändern. Ersteres mag z.B. angesichts punktueller Verbesserungen der Leistungsfähigkeit einerseits und der oft mit Fusionen einhergehenden Zweigstellenreduzierung andererseits in Abhängigkeit von der individuellen Nachfrage, dem Standort und der Akzeptanz alternativer Direktvertriebsformen unterschiedlich empfunden werden. Dasselbe gilt für die z.T. bestehende, emotionale Bevorzugung einer „eigenen“ Ortsbank, die jedoch zumindest für den ca. 80%igen Anteil von Routineleistungen entbehrlich erscheint. Eine gravierende Änderung

³² Vgl. u.a. Mrusek (1997), S. 26 sowie O.V. (1997b), S. 1.

³³ Vgl. O.V. (1997c), S. 30.

³⁴ Vgl. Weimer (1997), S. 26.

der Wettbewerbsverhältnisse ist schließlich selbst bei der Fusion der bayerischen Regionalbanken oder gar von zwei Großbanken wegen ihrer geringen Marktanteile nicht zu erwarten.

- Aus *bankbetriebswirtschaftlicher Sicht* sind vielfältige Größen- und Verbundeffekte zu verzeichnen.³⁵ Wie diverse Studien zeigen, lassen sich Größenvorteile empirisch v.a. im technisch-organisatorischen und weniger im liquiditätsmäßig-finanziellen Bereich nachweisen. Dementsprechend stehen als Fusionsmotive neben Leistungssteigerungen zumeist Einsparungen von Betriebskosten im Vordergrund. Schon aufgrund einer einfachen Rechenmechanik wird klar, daß bei einer weitgehend vom Markt determinierten Bruttoertragsspanne (z.B. 3,5% des durchschnittlichen Geschäftsvolumens) und einer ableitbaren Mindesterfolgsspanne (Teilbetriebsergebnis von ca. 1 - 1,3% als verbreitete Zielvorstellung) eine maximale Bedarfsspanne (ca. 2,2 - 2,5%) verbleibt. Bestimmte Investitionsvorhaben bedingen mithin gewisse (Mindest-) Geschäftsvolumina. Auf diese Weise kann in Abhängigkeit von der spezifischen Marktsituation und den strategischen Überlegungen, die die Investitionserfordernisse einer Bank bestimmen, deren individuelle Mindestbetriebsgröße ermittelt werden, die - wenn nicht autonom zu erreichen - letztendlich durch eine Fusion verwirklicht werden kann. Ungeachtet derartiger Größenüberlegungen ergeben sich spezifische Verbundeffekte i.e.S. in Abhängigkeit von den jeweiligen Fusionspartnern. Zentrale Aspekte sind hier die Integrationsfähigkeit der Unternehmenskulturen sowie der *komplementäre* bzw. *substitutionale* Charakter der betreffenden Fusion. Steht bei ersteren (differierende Geschäftsschwerpunkte) eine Erweiterung des Leistungsspektrums im Vordergrund, so zielen letztere (gleichartige Geschäftsschwerpunkte) eher auf mögliche Kostensenkungen ab. In diesem Kontext war z.B. wegen der verschiedenen Geschäftsstrukturen mitunter eher eine Fusion der Bayerischen Hypobank mit der im Investment-Banking stärkeren Dresdner Bank erwartet worden. Bei den beiden ähnlich strukturierten bayerischen Regionalbanken dominieren hingegen die rationalisierungsbedingten Synergieeffekte als Fusionsmotiv.³⁶ Diese resultieren insbes. aus dem Abbau von Personal, Inlandsfilialen und Doppelpräsenzen im Ausland.

³⁵ Vgl. Bühner (1995), Sp. 840 ff. sowie Baxmann (1995), S. 156 ff. (Größeneffekte) und S. 373 ff. (Fusionseffekte). Eine kritische Auseinandersetzung mit der allgemein verbreiteten „Merger-Mania“ findet sich u.a. bei Tichy (1990), S. 437 ff.

³⁶ Schätzungen zufolge steht dem Restrukturierungsaufwand von 1,25 Mrd. DM bei der Bayernfusion ein Einsparvolumen von ca. 1,05 Mrd. DM p.a. für 5 Jahre gegenüber. Ähnliches gilt für die schweizer Megafusion (Restrukturierungskosten ca. 7 Mrd. Franken; nachhaltige Einspareffekte ca. 3-4 Mrd. Franken p.a. über etwa 4 Jahre).

- Aus der *Sicht der Mitarbeiter* werden Fusionen demzufolge oft kritisch betrachtet. Mögen vereinzelt auch bessere Arbeitsbedingungen, nach oben angepaßte Gehaltsstrukturen bzw. sicherere Arbeitsplätze die Folge sein, so überwiegt doch verbreitet die Angst vor dem Personalabbau.³⁷
- Aus *volkswirtschaftlicher Sicht* sind somit ebenfalls mögliche negative (z.B. Arbeitsplatzverluste) und positive Fusionseffekte (z.B. die Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit oder ein durch größere und deshalb vermeintlich weniger krisenanfällige Kreditinstitute gefestigtes Finanzsystem) gegeneinander abzuwägen.
- Letzteres wäre auch aus *bankaufsichtsrechtlicher Sicht* sowie aus *verbandspolitischer Sicht* als befürwortet. Wie historische und praktische Erfahrungen zeigen, haben diese Institutionen - also sowohl das Bankenaufsichtsamt als auch die Bankenverbände - mehr oder weniger bewußt durch bestimmte Entscheidungen bzw. Maßnahmen zur Bankenkonzentration beigetragen.

Bereits aus dieser noch recht oberflächlichen und längst nicht alle Argumente aufführenden Grobskizzierung sollte deutlich geworden sein, daß die Beurteilung einzelner Bankzusammenschlüsse ebenso wie der Bankenkonzentration insgesamt ein sehr diffiziles, vielschichtiges, durch individuelle Werturteile bzw. Zielsetzungen geprägtes und insofern äußerst subjektives Unterfangen ist.

E. Zusammenfassung und Ausblick

Festzustellen ist, daß sich in verschiedenen Sektoren der Kreditwirtschaft Konzentrationsprozesse vollziehen, die jedoch nicht unbedingt (allein) in der europäischen Integration begründet sind. Für die Masse regional orientierter Kreditinstitute³⁸ ergeben sich aus dieser auch *keine unmittelbaren marktpolitischen Konsequenzen*: Der erweiterte einheitliche Währungsraum bringt ihnen keine Ausdehnung ihres Geschäftsgebietes und auch die Gefahr, sich im angestammten Markt plötzlich mit neuen Konkurrenten aus anderen Staaten auseinandersetzen zu müssen, ist zumindest außerhalb der Großstädte eher gering einzuschätzen. Ausgeprägter sind da die *indirekten Wachstums- und Konzentrationsanreize*, die aus ggf. steigenden Leistungsanforderungen der Kunden (z.B.

³⁷ Schätzungen zum Personalabbau belaufen sich für die Bayernfusion auf ca. 6.000 und bei der Schweizer Fusion auf ca. 13.000 Stellen.

³⁸ 2506 Kreditgenossenschaften und 607 Sparkassen repräsentieren rund 85% der 3675 Kreditinstitute, die die Bankenstatistik der Bundesbank per Ende 1996 ausweist.

höhere Kreditnachfragen von sich in Europa ausdehnenden Firmenkunden) sowie aus betriebswirtschaftlichen Überlegungen zur Deckung der Kosten (u.a. für die Umstellung auf den Euro) erwachsen können. Insofern ist unter dem Aspekt der (Mindest-)Betriebsgröße davon auszugehen, daß sich der Konzentrationsprozeß innerhalb der Sparkassen etwas verlangsamt bzw. innerhalb der Kreditgenossenschaften unverändert fortsetzen wird,³⁹ dort jedoch weniger als euro-bedingte Fusionswelle, sondern vielmehr zur Korrektur historisch gewachsener und z.T. nicht mehr zeitgemäßer Strukturen.⁴⁰

Speziell für die *global players* ergeben sich besondere Konzentrationsanreize nicht nur aus ihren umfangreichen Investitionsplänen, sondern auch daraus, daß die Größe an sich zur Eintrittskarte für das profitable internationale Bankgeschäft zu werden scheint. So findet sich bereits die Vision, daß zur Jahrtausendwende einige wenige Vollservice-Anbieter mit Bilanzsummen über 500 Mrd. \$ und einer Börsenkaptalisierung von 100 Mrd. \$ den Markt dominieren und langfristig einen Marktanteil von über 70% der großen weltweiten Finanztransaktionen auf sich vereinen werden.⁴¹ Einige seither angekündigte Großfusionen haben diese Vision mit Realitätsgehalt angereichert.

Summa summarum kann die *europäische Integration* in Verbindung mit dem Trend zur Globalisierung als ein für die Kreditwirtschaft prinzipiell konzentrationsförderndes, jedoch nur für wenige Banken unmittelbar wirksames Moment angesehen werden. Betroffen ist in erster Linie die zwar zahlenmäßig kleine, jedoch publizitätsträchtige Gruppe *international agierender Banken* (insbes. Großbanken, Regional- und Landesbanken). Wenn also von einer eurobedingten „Fusionswelle“ die Rede sein kann, dann nur beschränkt auf diese Bankengruppe, dort aber - wie auch der Blick auf andere Länder gezeigt hat - in einer breiten Vielfalt von horizontalen, vertikalen oder auch heterogenen Zusammenschlüssen. Besonders deutlich werden die entsprechenden Auswirkungen der europäischen Integration in den z.T. bereits erfolgten, im übrigen aber auch für die Zukunft zu erwartenden Zusammenschlüssen von Banken und anderen Finanzinstituten verschiedener Nationalität zu *grenzüberschreitenden Allfinanzkonzernen*.

³⁹ Erwartet wird eine anhaltende Konzentration der Kreditgenossenschaften mit ca. 100 Fusionen p.a., so daß bis zum Jahr 2003 weniger als 2000 Primärbanken verbleiben.

⁴⁰ Der originäre Gedanke, der Wirtschaftsraum einer Kreditgenossenschaft sei an einem Tag „mit einem Spazierstock zu umrunden“, erklärt nicht nur die historisch gewachsene starke Segmentierung, sondern indiziert auch die Konsequenz, der gestiegenen Mobilität und Reichweite der Mitglieder bzw. Geschäftspartner durch größere regionale Abgrenzungen (per Zusammenschluß) Rechnung zu tragen.

⁴¹ Vgl. die Vision von K. F. Viermetz in Kutscher (1997), S. 43.

Literaturverzeichnis

- Baxmann, U.G.:* Daten zur Konzentration im Sparkassenwesen, in: Sparkasse, 108. Jg., 1991, S. 508-515.
- Zur Konzentration der Kreditgenossenschaften, in: Zeitschrift für das gesamte Genossenschaftswesen, 42. Jg., 1992, S. 84-100.
 - Kreditwirtschaftliche Betriebsgrößen, Stuttgart 1995.
- Bergius, S.:* Allfinanz / ING bietet Rekordbetrag für den Kauf der BBL, in: Handelsblatt v. 13.11.1997, S. 20.
- Böer, P.:* In den Niederlanden haben die Banken und Versicherungen viel zu bieten, in: FAZ v. 16.10.1997, S. 29.
- Bonus, H. E. (Hrsg.):* Dreistufigkeit im Genossenschaftlichen Bankenverbund: Luxus oder Notwendigkeit?, Frankfurt am Main 1988.
- Braunberger, G.:* In Frankreich schwingt in der Neuordnung des Finanzwesens viel Patriotismus mit, in: FAZ v. 29.9.1997, S. 30.
- Bühner, R.:* Fusion, in: Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, hrsg. v. W. Gerke / M. Steiner, 2. Aufl., Stuttgart 1995, Sp. 840-847.
- Büschen, H. E.:* Betriebswirtschaftliche Aspekte von Zusammenschlußbewegungen im Bankwesen, in: Management im Kreditwesen, hrsg. v. W. Schneider/K. Fuchs, Wien 1973, S. 37-55.
- BVR (Hrsg.):* Bericht Zahlen, Jahresbericht des Bundesverbandes der deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken, diverse Jahrgänge.
- Dombret, A.R.:* Konzentration / Fusionen wahrscheinlicher als feindliche Übernahmen, in: Handelsblatt v. 22.5.1997, S. B8.
- DSGV (Hrsg.):* Jahresberichte des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes, diverse Jahrgänge.
- Geigant, F. u.a. (Hrsg.):* Lexikon der Volkswirtschaft, 6. Aufl., Landsberg/Lech 1994.
- Grün, K.:* Bei den US-Banken brodelt die Gerüchteküche, in: Börsenzeitung v. 31.12.1996.
- Hahn, O.:* Struktur der Bankwirtschaft, Bd. I, Berlin 1981.
- Small is terrible, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 39. Jg., 1986, S. 136-137.
- Kattinger, M.:* Banken / Höhere Erträge sind keine Rationalisierungsdividende, in: Handelsblatt v. 16.12.1997, S. 29.
- Kohlhaussen, M.:* Währungsunion / In einem größeren Markt werden größere Einheiten entstehen, in: Handelsblatt v. 22.5.1997, S. B3.
- Kutscher, G.:* Finanzgewerbe / Geburt neuer Geldriesen ist programmiert, in: Handelsblatt v. 31.12.1997, S. 43.
- Lampert, H.:* Genossenschaften und Konzentration, in: Genossenschaften und genossenschaftswissenschaftliche Forschung, hrsg. v. J. Zerche, Regensburg 1989, S. 49-65.
- Lenel, H.O.:* Konzentration, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, 4. Bd., hrsg. v. W. Albers u.a., Stuttgart usw. 1978, S. 540-565.
- Lürig, R.:* Mehr Synergie im kreditgenossenschaftlichen Verbund durch Zweistufigkeit? in: Finanz-, Bank- und Kooperationsmanagement, hrsg. v. J. Jokisch u.a., Frankfurt am Main 1989, S. 191-206.

- McCauley, R. / White, W.R.*: The Euro and European Financial Markets, Working Paper No. 41 der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), Basel 1997.
- Mrusek, K.*: Die Allfinanz-Fusion wird wohl kein Schweizer Serienprodukt, in: Handelsblatt v. 17.9.1997, S. 26.
- O.V. (1997a)*: Bankenfusion/Der deutsche Finanzmarkt bewegt sich, in: Das Wirtschaftsstudium, 26. Jg., 1997, S. 702.
- O.V. (1997b)*: Schweizer schmieden Superbank, in: Handelsblatt v. 9.12.1997, S. 1.
- O.V. (1997c)*: Merita und Nordbanken fusionieren zum größten Institut im Norden, in: FAZ v. 14.10.1997, S. 30.
- Palan, D. u.a.*: Mit dem Euro eine Fusionswelle, in: Focus, 1997, Nr. 22, S. 242-243.
- Pohl, M.*: Konzentration im deutschen Bankwesen (1848-1980), Frankfurt/Main 1982.
- Pohmer, D./Bea, F.X.*: Konzentration, in: Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 4. Aufl., hrsg. v. E. Grochla/W. Wittmann, Stuttgart 1975, Sp. 2220-2234.
- Rudolph, B.*: Europäische Integration im Finanzdienstleistungsbereich und Allfinanz, in: Allfinanz - Strategien an den Märkten für Finanzdienstleistungen, hrsg. v. H. J. Krümmel, Berlin 1991, S. 345-359.
- Schierenbeck, H.*: Genossenschaftliches Zentralbankensystem - Chancen und Risiken der Zweistufigkeit, Wiesbaden 1988.
- Schütz, A.*: Der selbständige Privatbankier - nur noch eine Fiktion?, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 49. Jg., 1996, S. 991.
- Swoboda, W.*: Fusion / Konzentration im Genossenschaftswesen in: Handwörterbuch des Genossenschaftswesens, Wiesbaden 1980, Sp. 532-551.
- Tichy, G.*: Die wissenschaftliche Aufarbeitung der Merger-Mania - Neue Erkenntnisse für die Wettbewerbspolitik, in: Kyklos, 43. Jg., 1990, S. 437-471.
- Weimer, W.*: Spaniens Finanzwelt sucht ihr Heil eher in Lateinamerika als in Europa, in: Handelsblatt v. 25.9.1997, S. 26.
- Wiebe, F.*: Großbanken / Die Sandkastenspiele werden ernster, in: Handelsblatt v. 3.2.1997, S. 20.
- Zerche, J.*: Konzentration und Kreditgenossenschaften, in: Finanz-, Bank- und Kooperationsmanagement, hrsg. v. J. Jokisch u.a., Frankfurt/Main 1989, S. 261-279.

Asset-Management von Versicherungsunternehmen in der Europäischen Währungsunion

Von Jürgen Förterer

A. Die Währungsunion – eine Chance für Europa

I. Der Euro – ein wichtiger Schritt in die Zukunft

In den zurückliegenden zehn Jahren waren wir Zeugen extremer politischer und wirtschaftlicher Veränderungen: Die kommunistischen Planwirtschaften in Osteuropa brachen zusammen, während gleichzeitig viele Staaten Asiens einen rasanten wirtschaftlichen Aufschwung nahmen und als leistungsfähige Konkurrenten auf den Weltmärkten auftraten. Europa muß sich auf die neuen Herausforderungen einstellen. Ein wichtiger Schritt hierzu ist die Einführung einer gemeinsamen Europäischen Währung – des Euro. Die deutsche Versicherungswirtschaft hat dieses Vorhaben frühzeitig unterstützt, denn der größere europäische Währungsraum bietet der Versicherungswirtschaft als einem der bedeutenden institutionellen Investoren erweiterte Kapitalanlagemöglichkeiten und damit auch die Chance, das Risiko-Ertragsprofil ihrer Anlageportfolios zu verbessern. Als langfristig orientierter institutioneller Kapitalanleger hat die deutsche Versicherungswirtschaft jedoch auch stets darauf hingewiesen, daß die Währungsunion eine dauerhafte Stabilitätsgemeinschaft sein muß und nur als solche erfolgreich sein kann. Denn wie kaum eine andere Branche lebt die Versicherungswirtschaft und ihr erfolgreichstes Produkt, die Lebensversicherung, vom Vertrauen ihrer Kunden in einen langfristig stabilen Geldwert.

II. Die Stabilitätsorientierung ist entscheidend

Zweifellos hat das Bestreben zur Erfüllung der Maastrichter Konvergenzkriterien in den Staaten der Europäischen Union schon zu beachtlichen Stabilisierungserfolgen geführt. Inflationsraten und Zinsniveaus in den voraussichtlichen Teilnehmerländern konvergieren auf einem niedrigen Niveau und spiegeln damit einen Vertrauensvorschuß der Finanzmärkte in die neue Währung wider. Auch in bezug auf die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sind Fortschritte festzustellen. Entscheidend für die Stabilität der neuen Währung werden aber nicht die Konvergenzerfolge an einem Stichtag sein, sondern das Vertrau-

en der Kapitalmärkte in deren Nachhaltigkeit. Deshalb brauchen die Märkte weitere klare Signale für eine eindeutige stabilitätsorientierte Ausrichtung aller Politikbereiche.

Hierzu gehört zum einen die Einrichtung einer von politischen Einflüssen weitgehend unabhängigen Europäischen Zentralbank (EZB), die mit einem geeigneten geldpolitischen Instrumentarium die Preisstabilität in Europa gewährleisten kann. Zum anderen muß die Geldpolitik der EZB von einer auf Stabilität ausgerichteten Finanz-, Wirtschafts- und Tarifpolitik in allen Teilnehmerländern flankiert werden. Denn die monetäre Integration der europäischen Volkswirtschaften ist vergleichbar mit einer unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse. Dies hat zur Folge, daß Anpassungen über den Außenwert der Währungen nicht mehr möglich sind. Diese müssen über andere Mechanismen, vor allem flexible Löhne und Preise erfolgen. Die Versicherungswirtschaft hat daher immer wieder gefordert, daß nur solche Länder an der Währungsunion teilnehmen sollten, die über ein ausreichendes Maß an Flexibilität auf den Güter- und Arbeitsmärkten verfügen. Ist dies nicht der Fall, könnte die Währungsunion wirtschaftliche Fehlentwicklungen hervorrufen. Forderungen nach staatlicher Steuerung oder Versuche, die Politik der EZB zu beeinflussen, wären die Folge.

III. Die Chancen überwiegen die Risiken

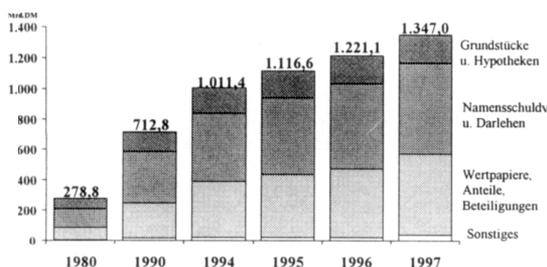
Gelingt es jedoch, eine von allen gesellschaftlichen Gruppen gemeinsam getragene europäische Stabilitätskultur zu etablieren, werden die internationalen Finanzmärkte Vertrauen in die neue Währung gewinnen und den Euro zu einer führenden Handels-, Anlage- und Reservewährung machen. Unter stabilitätsorientierten Rahmenbedingungen wird der monetäre Bereich der europäischen Volkswirtschaft von der einheitlichen Währung profitieren, denn der größere Finanzmarkt in Europa wird im Vergleich zu den heutigen nationalen Märkten eher in der Lage sein, die Wirkungen massiver Kapitalströme auf den Wechselkurs, auf Zinsen, Löhne und Preise zu dämpfen. Auch der realwirtschaftliche Bereich würde von einem stabilen Euro profitieren, denn durch die höhere Wechselkursstabilität nach außen und den völligen Wegfall des Währungsrisikos zwischen den Teilnehmerländern schafft der Euro günstigere Bedingungen für eine optimale Allokation der Produktivkräfte und fördert damit Wachstum, Beschäftigung und Wohlstand in Europa.

Die deutsche Versicherungswirtschaft wird von der Europäischen Währungsunion (EWU) wahrscheinlich profitieren. Auch wenn die Währungsumstellung in nahezu allen Unternehmensbereichen Kräfte bindet und zunächst mit erheblichen Investitionen, insbesondere in den EDV-Bereich, verbunden ist, überwiegen die langfristigen Chancen der Währungsunion. Sie ergeben sich vor allem aus den erweiterten Kapitalanlagemöglichkeiten und den damit verbundenen Möglichkeiten zur Optimierung der Portfoliostrukturen.

Generell ist zu erwarten, daß der Wegfall der Wechselkursrisiken zu einer erheblichen Intensivierung des grenzüberschreitenden Wettbewerbs auf den europäischen Finanzmärkten führen wird. Aber auch der Wettbewerb zwischen europäischen und außereuropäischen Finanzzentren wird sich weiter verschärfen. Beides ist aus Sicht eines Kapitalanlegers positiv zu werten.

IV. Die Versicherungswirtschaft - ein bedeutender institutioneller Kapitalanleger

Die deutsche Assekuranz gehört seit jeher zu den bedeutenden und überdurchschnittlich erfolgreichen Branchen. Ihr durchschnittliches Beitragswachstum lag in der Zeit von 1980 bis 1997 bei knapp 7 % und damit um 3 %-Punkte über der Wachstumsrate des Bruttosozialprodukts. 1997 vereinnahmten die deutschen Versicherungsunternehmen fast 240 Mrd. DM und verwalteten über 280 Mio. Versicherungsverträge. Der größte Anteil entfällt dabei auf die Lebensversicherung, die 1997 mit einem Beitragsvolumen von fast 100 Mrd. DM entscheidend zur Alters- und Hinterbliebenenvorsorge der bundesdeutschen Bevölkerung beitrug. Der Kapitalanlagenbestand der Assekuranz summierte sich Ende 1997 auf 1.347 Mrd. DM, wobei fast drei Viertel des Kapitals der Lebens- und Pensionsversicherung zuzuordnen sind. Diese Kapitalanlagen sind der Garant für bestehende und zukünftige Leistungsansprüche der Versicherungskunden.



Quelle: Gesamtverband der deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

Abbildung 1: Kapitalanlagen der deutschen Versicherer

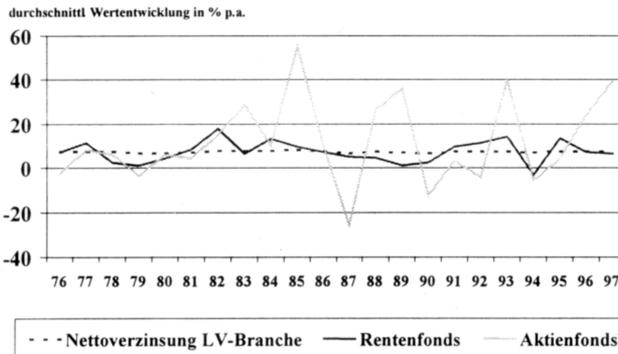
Traditionell bilden Namensschuldverschreibungen, Schuldscheinforderungen und Darlehen den Anlageschwerpunkt der deutschen Versicherer. Auf sie entfiel 1997 fast die Hälfte des gesamten Anlagebestandes. Die Namenstitel dienen dabei überwiegend der Refinanzierung der Kreditwirtschaft. Im Jahr 1997 hatten die deutschen Versicherer einen Brutto-Neuanlagebedarf von 372,9 Mrd.

DM, wovon wiederum gut die Hälfte in Namenstitel und Darlehen investiert wurde. Zunehmende Bedeutung erfahren jedoch seit einiger Zeit insbesondere Substanzwertanlagen in Form von Aktien und Beteiligungen.

V. Die Anlagepolitik der Versicherer - sicher und rentabel

Die Grundsätze der Kapitalanlagepolitik deutscher Versicherer ergeben sich aus dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG). § 54 VAG verpflichtet die Versicherer zu einer langfristig sicheren und rentablen Investition der Mittel auf der Grundlage einer breiten Diversifizierung.

Durch die Mischung und Streuung der Kapitalanlagen ist es der deutschen Versicherungswirtschaft in der Vergangenheit gelungen, eine fast risikolose Nettoverzinsung ihrer Kapitalanlagen von 7%-8% p.a. zu erwirtschaften. Trotz zeitweise heftig schwankender Kapitalmärkte erzielten die Versicherer eine beeindruckende Ertragsstabilität und konnten so eine jährliche Mindestverzinsung garantieren.



Quelle : BVI, GDV.

Abbildung 2: Nettoverzinsung der Lebensversicherer im Vergleich zu Aktien- und Rentenfonds mit Anlageschwerpunkt Deutschland

Zusätzlich werden dem Kunden auch die darüber hinaus gutgeschriebenen Überschußanteile garantiert, so daß er im Gegensatz zur direkten Aktien- oder Rentenanlage kurz- und langfristig kein Verlustrisiko tragen muß. Diese Eigenschaft macht die Lebensversicherung zu einem leistungsfähigen Instrument einer kalkulierbaren Altersvorsorge.

Die Europäische Währungsunion wird an der sicherheits- und rentabilitätsorientierten Ausrichtung der Kapitalanlagepolitik der Versicherer grundsätzlich nichts ändern. Sie erweitert aber das Kapitalanlagespektrum und verbessert die Möglichkeiten zur Diversifikation. Vermögensanlagen in den ver-

schiedenen Teilnehmerländern der europäischen Währungsunion werden dann nicht mehr mit dem im VAG fixierten Grundsatz der kongruenten Deckung kollidieren. Dieser wirkt sich heute stark einschränkend auf die Kapitalanlagentätigkeit der Versicherer aus, denn er verpflichtet sie zur weitgehenden Kongruenz von Anlagewährung und Währung, in der die Versicherungsleistung geschuldet wird. Zukünftig kann somit für auf Euro lautende Versicherungsverträge der vergrößerte Währungsraum für die Kapitalanlage genutzt werden. Hieraus ergeben sich Chancen für verbesserte Rendite-Risikostrukturen. Dieser Aspekt ist angesichts des scharfen Wettbewerbs mit anderen Produkten für Altersvorsorgezwecke von großer Bedeutung.

B. Die Währungsunion – Auswirkungen auf das Asset-Management

I. Wahrscheinliches Szenario – Große Währungsunion

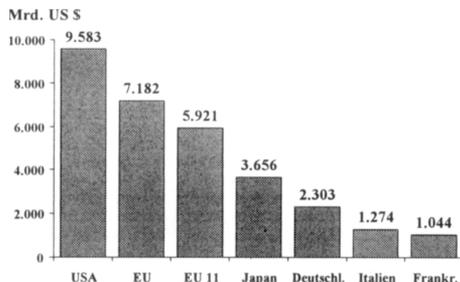
Auch wenn die anlagepolitischen Ziele und Methoden der Versicherer unverändert bleiben, so gilt es doch eine Fülle von neuen Aspekten zu berücksichtigen, die sich aus dem vergrößerten Währungsraum ergeben. Im Hinblick auf die Teilnehmerstaaten ist aus heutiger Sicht davon auszugehen, daß neben Deutschland, Frankreich, den Beneluxstaaten, Österreich, Irland und Finnland auch Italien, Spanien und Portugal zu den Gründungsmitgliedern der Währungsunion gehören werden. Diese Ansicht hat sich inzwischen auch an den Finanzmärkten durchgesetzt. Eine weitere Vergrößerung des gemeinsamen Währungsraumes um Großbritannien, Dänemark und Schweden bis zum Jahr 2002 ist durchaus wahrscheinlich.

II. Rentenmärkte - Niveau-, Struktur- und Zinseffekte

Die europäischen Anleihemärkte werden unter einer gemeinsamen europäischen Währung kraft ihres Volumens im weltweiten Finanzgefüge eine erheblich größere Rolle spielen als die bisherigen nationalen Teilmärkte. Betrachtet man das Aggregat der Rentenmärkte der wahrscheinlichen Gründungsmitglieder gegenüber anderen wichtigen Währungen, sind die Niveaueffekte deutlich sichtbar.

Der potentielle Euro-Bondmarkt würde im internationalen Vergleich ein beachtliches Volumen aufweisen. Ende 1996 betrug der Nominalwert aller umlaufender Anleihen sämtlicher EU-Währungen knapp USD 7,2 Bill. Dies entspricht etwa einem Drittel des globalen Anleihebestandes. Betrachtet man die elf Währungen der wahrscheinlichen Gründungsmitglieder der Währungsunion, entsteht

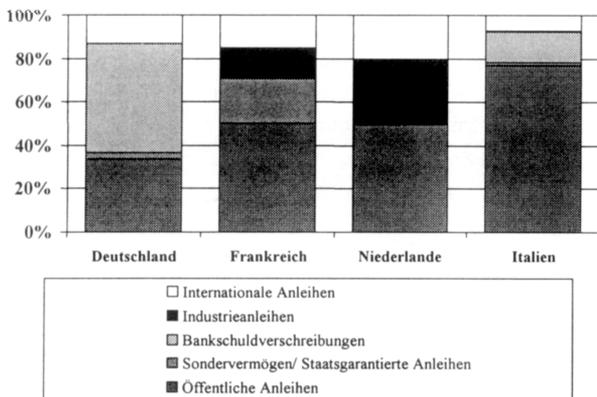
mit dem Euro ein Rentenmarkt mit einem Volumen von fast USD 6 Bill., der damit klar vor dem japanischen Anleihemarkt liegt.



Quelle: Salomon Brothers, 1997. How big is the world bond market ?

Abbildung 3: Volumen der Bondmärkte Ende 1996

Auch die Struktur eines einheitlichen europäischen Anleihemarktes wird von den nationalen Märkten zum Teil erheblich abweichen. Denn durch die Integration der unterschiedlichen Schuldnerstrukturen ist von einer deutlichen Auffächerung des Anlagespektrums auszugehen.



Quelle: Salomon Brothers 1997.

Abbildung 4: Struktur der Rentenmärkte 1996 in Europa

Während insbesondere in Frankreich und den Niederlanden neben den öffentlichen Anleihen vor allem der Sektor der Industriefinanzierungen gut entwickelt ist, führt dieses Segment in Deutschland ein Schattendasein. Der Grund hierfür liegt in der Finanzierungskultur deutscher Industrieunternehmen, die ihren

Fremdkapitalbedarf durch Kreditaufnahme bei den Banken decken, die sich ihrerseits am Rentenmarkt refinanzieren. Entsprechend dominieren in Deutschland die Bankschuldverschreibungen und hier insbesondere die Pfandbriefe den Rentenmarkt, die in anderen europäischen Staaten nur eine untergeordnete Rolle spielen. Auch die Produktvielfalt wird zunehmen, insbesondere dann, wenn die EWU über ihre voraussichtlichen Gründungsmitglieder hinauswächst. Indexierte Anleihen beispielsweise gehören in Großbritannien und Schweden zu den marktgängigen Staatsschuldtiteln. Zum anderen werden die Laufzeitenstrukturen der europäischen Anleihen eine größere Bandbreite aufweisen. Französische Staatspapiere haben in jeder Laufzeitklasse von unter einem bis über zwanzig Jahren einen nennenswerten Anteil. Fast die Hälfte des gesamten Anleihevolumens hat eine Laufzeit von über fünf Jahren. In Deutschland dagegen konzentrieren sich über 60 % des Staatsanleihevolumens auf Laufzeiten zwischen einem bis fünf Jahren. Am ganz kurzen und insbesondere am langen Ende fehlt es in Deutschland an entsprechenden Volumina. Die 30jährige Bundesanleihe macht z.B. nur 1 % des Volumens aller Staatsschuldtitel aus.

Mit der Beseitigung des Wechselkursrisikos im Zuge der monetären Integration entfällt eine wesentliche Ursache von Zinsdifferenzen zwischen den Teilnehmerländern der EWU. Eine völlige Angleichung des Zinses von Staatsanleihen ist wegen der differierenden Bonität und Liquidität der einzelnen Staaten dennoch nicht zu erwarten. Die Bedeutung dieser Kriterien wird eher noch zunehmen, da den EWU-Mitgliedern zukünftig die Notenpresse zur Bedienung untragbarer Staatsschulden nicht mehr zur Verfügung steht und die „No bail-out“ Klausel die gemeinschaftliche Haftung für Staatsschulden ausschließt.

Der größere europäische Kapitalmarkt wird in jedem Fall zu einem verstärkten Wettbewerb der Emittenten führen, die zukünftig in der gleichen Währung um das Kapital der Investoren konkurrieren. Zudem werden sich die Emittenten bemühen, die Marktfähigkeit der Anleihen durch eine Vereinheitlichung der Ausstattungsmerkmale und eine Erhöhung des durchschnittlichen Emissionsvolumens zu erhöhen.

Für die Anleger sind die absehbaren Veränderungen auf den europäischen Anleihemärkten von großer Bedeutung. Strukturveränderungen in Form einer weiteren Diversifizierung und Europäisierung der Anleiheportefeuilles sind notwendig, um auch zukünftig eine optimale Rendite-Risikostruktur zu erzielen.

Das breitere Anlagespektrum und die differenziertere Bonitätsstruktur stellen hierbei neue Anforderungen an das Kapitalanlagemanagement der Versicherer, denn es muß eine deutlich größere Zahl von Anlageinstrumenten beurteilt werden. Aus diesem Grund wird die Bedeutung des Schulderratings steigen.

Auch das größere Laufzeitenspektrum wird das Rentenmanagement der Versicherer verändern. Durch die tendenzielle Verlängerung der Restlaufzeiten könnte die deutsche Versicherungswirtschaft prinzipiell Produkte mit höheren Garantieverzinsungen anbieten, wie sie heute bereits auf dem französischen

Markt erhältlich sind. Die höhere Garantie würde allerdings zwangsläufig die variable Gewinnbeteiligung absenken, denn die Gesamtverzinsung bliebe auf dem Niveau der traditionellen Policen. In jedem Fall bietet der veränderte europäische Rentenmarkt die Möglichkeit von Produktvariationen, was grundsätzlich positiv zu beurteilen ist.

Hinsichtlich der Zinsentwicklung im Zuge der monetären Integration wird gelegentlich auf die Gefahr von steigenden Zinsen hingewiesen. Der daraus resultierende Abschreibungsbedarf in den Anleiheportefeuilles der Versicherer könne dann die Ablaufleistungen bestehender Lebensversicherungen gefährden. Gegen diese These sprechen mehrere Argumente.

Zunächst ist davon auszugehen, daß die EWU eine Stabilitätsgemeinschaft wird und die Euro-Zinsen mittelfristig nicht über den DM-Zinsen liegen werden. Zeitweise Zinsschwankungen an den Anleihemärkten sind durch die bewährte Diversifikation der Kapitalanlagen durchaus beherrschbar. Dies haben die Versicherer in der Vergangenheit über Jahrzehnte hinweg bewiesen – Jahrzehnte, die nicht frei waren von Phasen hoher Inflationsraten, Aktiencrashes, Ölkrisen oder scharfen Zinsanstiegen. Zudem führt eine Abschreibung auf festverzinsliche Wertpapiere zu stillen Reserven. Da die Lebensversicherer diese Anlagen in der Regel bis zur Fälligkeit halten, werden die stillen Reserven den Kunden bei Fälligkeit der Papiere gutgeschrieben, so daß ein Wertverlustrisiko auch bei steigenden Zinsen auszuschließen ist. Alles in allem bietet der zukünftige europäische Rentenmarkt den Versicherern gute Chancen, das Rendite-Risikoprofil ihrer Produkte weiter zu verbessern.

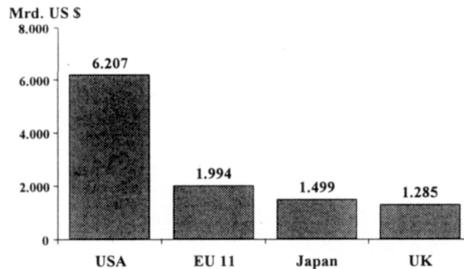
III. Aktienmärkte – Branchengewichtung statt Ländergewichtung

Auch für die Entstehung eines wettbewerbsfähigen europäischen Aktienmarktes wird die EWU wichtige Impulse geben. Niveau- und Struktureffekte sind auch in diesem Kapitalmarktsegment zu erwarten. Derzeit sind die Aktienmärkte innerhalb Europas zum Teil wenig liquide und gering kapitalisiert.

Ein einheitlicher europäischer Aktienmarkt würde hier Abhilfe schaffen, wenn auch die Marktkapitalisierung der Börsen der voraussichtlichen Gründungsmitglieder der EWU zusammengenommen gerade einmal auf etwa ein Drittel des US-amerikanischen Marktes käme.

Dennoch wäre der gemeinsame Aktienmarkt damit deutlich größer als der in Japan und Großbritannien. Ein späterer Beitritt Großbritanniens, Schwedens und Dänemarks zur EWU würde das Volumen des gemeinsamen europäischen Aktienmarktes nochmals verdoppeln. Auch die Struktur des europäischen Aktienmarktes wird sich im Vergleich zu den heutigen Teilmärkten verschieben. Während in Deutschland beispielsweise Werte aus dem Finanz- und Automo-

bilsektor überwiegen, haben in Großbritannien, Frankreich und den Niederlanden Rohstoff-, Energie- und Konsumwerte einen relativ hohen Marktanteil.



Quelle: Deutsche Börse AG, MSCI INDICES.

Abbildung 5: Marktkapitalisierung der Aktienmärkte Ende 1997

Generell bestehen in der EWU positive Aussichten für die Aktienmärkte. Da davon auszugehen ist, daß sich mit einem stabilen Euro auch die Zinsen auf einem niedrigen Niveau bewegen werden, wird die Aktienanlage zunehmend attraktiv. Der Wegfall des Wechselkursrisikos wird die Unternehmensgewinne positiv beeinflussen, und eine zunehmende Orientierung der Unternehmen am Konzept des Shareholder Value verstärkt die Bereitschaft der Investoren, in Aktien zu investieren. Eine höhere Liquidität und eine größere Transparenz des Marktes wird schließlich die Unternehmensfinanzierung über Aktien begünstigen und so auch die Angebotsseite des Aktienmarktes erweitern. Diese Entwicklung wird durch die Privatisierung bisher staatlicher Unternehmen im Zuge der Sanierung öffentlicher Haushalte verstärkt.

Wenn auch zunächst vor allem die „Euro Blue Chips“ vom einheitlichen europäischen Aktienmarkt profitieren und einige nationale Spitzenwerte in die zweite Reihe abrutschen, ist mittelfristig mit einer Belebung des gesamten Aktienspektrums zu rechnen. Denn durch den Preisanstieg der Euro Blue Chips rücken – wenn auch zeitverzögert - vernachlässigte Mid Caps und Nebenwerte in den Mittelpunkt des Anlegerinteresses.

Die Vorteile eines größeren Aktienmarktes liegen für die Versicherer auf der Hand. Die Liquidität des Marktes wäre im Vergleich zu den nationalen Teilmärkten um ein Vielfaches größer und verbesserte damit die Diversifikationsmöglichkeiten. Gerade die Versicherungswirtschaft als größter Investor am deutschen Aktienmarkt begrüßt die Verbreiterung des Anlagespektrums, da der europäische Aktienmarkt aufgrund seiner Größe ein günstigeres Rendite-Risikoprofil aufweist, als der deutsche Aktienmarkt für sich genommen. An einer Optimierung des Portefeuilles durch eine Europäisierung der Aktienportefeuilles deutscher Versicherer wird somit kein Weg vorbeiführen.

Da durch den Wegfall des Wechselkursrisikos künftig europäische Aktien grundsätzlich nicht riskanter sind als inländische Titel, wird die heute dominierende Ländergewichtung in der Titelauswahl zunehmend einer europäischen Branchengewichtung weichen. Bei der Bewertung von Aktienengagements muß wegen der zunehmenden Marktbreite zukünftig allerdings stärker als bisher auf internationale Standards und Kennzahlensysteme zurückgegriffen werden. Hinderlich für das Zusammenwachsen des europäischen Aktienmarktes könnte sich allenfalls die starke Segmentierung der einzelnen Märkte erweisen, die aus den national unterschiedlichen Rechnungslegungsstandards, Steuersystemen und Börsengesetzen resultiert. Hier gilt es auf europäischer Ebene einheitliche Rahmenbedingungen zu schaffen, um zu einer wirklichen Integration auch der Aktienmärkte zu kommen.

IV. Terminmärkte – Bedarf an Zinsderivaten sinkt

Zur Zeit erfolgt an den europäischen Terminbörsen etwa zwei Drittel des Umsatzes mit Termin- und Optionskontrakten auf Zinspapiere, während etwa ein Drittel des Geschäftes auf Aktien- und Aktienindexderivate entfällt. Auf die drei umsatzstärksten Terminbörsen in Europa, die Liffe in London, den Matif in Paris und die DTB in Frankfurt entfallen 84 % aller Umsätze, wobei die Liffe allein 50 % des europäischen Geschäftes abwickelt.

Im Gegensatz zu den Derivaten auf Aktienprodukte wird der Markt für Zinsderivate unmittelbar durch die Einführung des Euro betroffen, denn in den heutigen Wechselkursschwankungen liegt ein Hauptgrund für Zinsdifferenzen in Europa. Wenn 1999 die Wechselkurse zwischen den Teilnehmerländern der EWU endgültig fixiert werden, werden beispielsweise die Renditen zwischen deutschen und französischen Staatsanleihen nahezu parallel verlaufen, so daß prinzipiell Zinsrisiken in deutschen Papieren durch einen Futures-Kontrakt auf französische Staatsanleihen gehedgt werden können. Auch im Bereich der kurzfristigen Zinsen werden durch die einheitliche Geldpolitik der EZB Zinsdifferenzen verschwinden. Von daher ist zu erwarten, daß sich der Handel auf die liquiden Kontrakte konzentrieren wird und die Anzahl der gehandelten Zinsderivate dadurch tendenziell geringer wird.

V. Immobilienmärkte – Stärkeres Engagement allenfalls über Beteiligungspapiere

Neben Wertpapieren investiert die Versicherungswirtschaft traditionell auch in Immobilien, um durch die Beimischung von Substanzwerten die langfristige Ertragsstabilität des Gesamtportefeuilles zu gewährleisten. Aus Sicht eines Kapitalanlegers ist dieses Segment vor allem in Phasen hoher Preissteigerungsraten und damit verbundener Wertsteigerungen der Objekte attraktiv.

Bleiben diese Wertsteigerungen allerdings aus, kann allein der laufende Ertrag vor allem in Anbetracht der anfallenden Instandhaltungs- und Verwaltungskosten in der Regel nicht mit dem Ertrag festverzinslicher Wertpapiere konkurrieren. Von daher haben Immobilieninvestitionen durch die Erfolge in der Inflationsbekämpfung vor allem ab Mitte der 80er Jahre für die Versicherer stark an Attraktivität verloren. Die Ertragsprognose von Immobilien hängt somit stark von der zukünftigen Inflationserwartung ab.

Da zu erwarten ist, daß der Euro eine stabilere Währung sein wird als es die meisten europäischen Währungen in den vergangenen Jahren waren, ist nicht zu erwarten, daß sich die Versicherer stärker als bisher in Immobilien engagieren, zumal der deutsche Immobilienmarkt schon heute große Diversifikationsspielräume eröffnet. Die mit der Einführung des Euro zu erwartende Preistransparenz auf dem europäischen Immobilienmarkt wird zudem die ohnehin schon niedrigen Renditen weiter unter Druck setzen. Denn mit der Angleichung von Zins- und Inflationsraten entfallen wichtige Faktoren, die bisher eine unterschiedliche Entwicklung der Immobilienmärkte in den verschiedenen Ländern verursacht haben.

Gegen eine internationale Diversifizierung des Immobilienportefeuilles spricht auch ihre sehr eingeschränkte Fungibilität und die starken regulatorischen Rahmenbedingungen in diesem Sektor. Von Land zu Land unterschiedliche Regelwerke bestehend aus Baurecht, Steuerrecht und Mietrecht sind für Investitionsentscheidungen hinderlich. Von daher müßten die Versicherer für ein europäisches Immobilienmanagement bei gleichen oder sogar sinkenden Ertragserwartungen ein deutlich höheres know-how vorhalten und höhere Verwaltungskosten akzeptieren. Eine Verstärkung des Immobilienengagements ist somit allenfalls indirekt über Aktien und Beteiligungstitel denkbar.

C. Die Währungsunion – Beschleunigung des Umbruchs in Europa

Der Finanzdienstleistungsbereich ist schon seit einigen Jahren im Umbruch. Liberalisierung, Deregulierung und Allfinanz Tendenzen haben die Unternehmenslandschaft bereits stark verändert. Die europäische Währungsunion wird den Veränderungsprozeß weiter beschleunigen. Preistransparenz und grenzüberschreitende Geschäftstätigkeit werden den Wettbewerb nachhaltig verschärfen.

Hierauf müssen sich die Versicherer einstellen. Der europäische Kapitalmarkt bietet hierfür neue Möglichkeiten. Rentable und zugleich sichere Kapitalanlagen sind für die Versicherungswirtschaft die Voraussetzung, ihre führende Stellung im Segment der privaten Altersvorsorge auch in Zukunft zu behaupten. Auch für die Sparten der Schaden- und Unfallversicherung sind die Kapitalan-

lagen ein Ertragsfaktor, der für den Ausgleich versicherungstechnischer Verluste eine bedeutende Rolle spielt.

Die Internationalisierung der Kapitalanlagetätigkeit im Zuge der Einführung des Euro stellt allerdings auch neue Anforderungen an das Kapitalanlagenmanagement der Versicherer. Um die erweiterten Anlagemöglichkeiten und die durch den europäischen Binnenmarkt gewonnenen Freiheiten bei der Produktgestaltung konsequent nutzen zu können, ist die Entwicklung eines effektiven Asset-Liability-Managements von entscheidender Bedeutung. Profitieren wird von dieser Entwicklung in erster Linie der Kunde. Er wird in Zukunft eine breitere und vielfach verbesserte Produktlandschaft vorfinden.

Umstellung der Aktie auf Euro im Rahmen der Europäischen Währungsunion

Von Werner Isern, Jürgen Seja und Jochen A. Stiehle

A. Einführung

Die Idee, eine europäische Union zu gründen, hat einen langen historischen Hintergrund. Bereits 1929 hat der französische Außenminister A. Briand die Gründung einer Europäischen Union vorgeschlagen. Nach dem zweiten Weltkrieg wurde in verschiedenen Schritten die Grundlage für ein gemeinsames Europa, wie es heute besteht, geschaffen. Gewaltige Anstrengungen von politischer Seite waren hierfür erforderlich. Einen der wichtigsten Meilenstein stellt dabei eine einheitliche europäische Währung dar. Der ECU war zunächst der erste Schritt in diese Richtung. Durch die Einführung des Euro per 1.1.1999 wird nun der Gedanke der europäischen Union konkretisiert und einer der größten Finanz- und Wirtschaftsräume der Welt geschaffen.

Von der Einführung des Euro sind alle Wirtschaftssektoren - wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß - betroffen. Neben den Veränderungen für die privaten Verbraucher kommen insbesondere auf die Unternehmen eine Vielzahl von tiefgreifenden Anpassungsmaßnahmen zu. Für einen Zeitraum von 3 Jahren werden die nationalen Währungen als Unterwährungen parallel zum Euro existieren. Für ein Unternehmen bedeutet dies, daß spätestens nach dem Übergangszeitraum eine vollkommene Umstellung von DM auf Euro erfolgt sein muß.¹ Änderungen in allen Betriebsbereichen sind die Folge.

Die Bilanzierung sollte gemäß § 244 HGB Entwurf ab 1.1.1999 nur noch in Euro möglich sein. Mit Hilfe des Art. 38 I EG-HGB dürfen Jahres- und Konzernabschlüsse in der Übergangsphase von 3 Jahren weiterhin in DM aufgestellt werden, spätestens die Eröffnungsbilanz per 1.1.2002 muß dann aber in Euro erfolgen. Zu beachten ist dabei, daß zur Gewährleistung der Vergleichbarkeit die Zahlen der Vorjahresbilanz ebenfalls in Euro dargestellt werden.² In diesem

¹ Vgl. Röskauf, Michael: Die Euro-Gesetzgebung: Was ist notwendig?, in: BI 11/97, S. 12.

² Vgl. Frankenberger, Wilhelm: Vorbereitung auf den Euro in der Bank: Internes Rechnungswesen, Bilanzierung und Prüfung, in: BI 11/97, S. 22.

Zusammenhang sind sämtliche Aktiva und Passiva mit dem festgelegten Umrechnungskurs zu bilanzieren. Endgültig festgelegt wird dieser Umrechnungskurs³ für die einzelnen Währungen spätestens am 1.1.1999.

Von der Einführung des Euro ist auch das Gesellschafterkapital betroffen.⁴ Die Kapitalgesellschaften müssen demzufolge entsprechende Anpassungen vornehmen. Insbesondere für die in der Rechtsform der Aktiengesellschaften betriebenen Unternehmen ergeben sich bei der Umstellung der Aktien auf den Euro einschneidende Veränderungen.

B. Auswirkung der EWU auf die Aktie

Zur Schaffung der erforderlichen Rahmenbedingungen sind von seiten des Gesetzgebers diverse Gesetze zu ändern, anzupassen und neu zu entwerfen. Daneben werden die Unternehmen durch die Umstellung gezwungen, entsprechende Änderungen, z.B. in der Satzung, vorzunehmen. Im weiteren Verlauf werden ausschließlich die Auswirkungen auf die Aktiengesellschaften betrachtet.

I. Notwendige Anpassungen

Im Rahmen der Euro-Umstellung sind rund 4.000 Gesetze und Verordnungen von den zuständigen Stellen sowohl in redaktioneller als auch inhaltlicher Art anzupassen und zu überarbeiten. Auch bei den Unternehmen fallen bei bestimmten Voraussetzungen entsprechende Änderungen von Verträgen, Satzungen etc. an.

1. Auswirkung auf das AktG

Generell müssen alle Regelungen, die als Nennbeträge in Deutsche Mark lauten, in Euro abgeändert werden. In diesem Zusammenhang sind die festgelegten DM-Werte, wie Mindestnennbetrag des Grundkapitals (§ 7 AktG) und der Aktien (§ 8 I, II AktG), einem neuen Wert in Euro zuzuordnen. Durch den Umrechnungsfaktor gibt es ungerade Beträge. Es wurde bereits festgelegt, daß die entsprechenden Beträge in den betroffenen Paragraphen auf volle Euro-Beträge geändert werden.

³ Der Umrechnungskurs für 1 Euro liegt voraussichtlich bei knapp 2 DM. Vgl. BVR: Die Europäische Währungsunion und ihr Unternehmen, Bonn 1997, S. 58.

⁴ Vgl. WGZ-Bank: Nr. 4 Europäische Währungsunion - Einfluß der neuen Währung auf das Vertragswesen und gesellschaftsrechtliche Aspekte, Düsseldorf 1997, S. 25.

Das Mindestkapital von Aktiengesellschaften beläuft sich zukünftig auf 50.000 Euro. Der kleinste Nennwert einer Aktie beträgt 1 Euro. Höhere Nennbeträge müssen auf volle Euro lauten.⁵ Zukünftig soll in den Ausführungen des § 8 AktG auch die Stückaktie Berücksichtigung finden.

2. Änderung der Satzungen

Für alle Rechtsinstrumente gilt ab dem 1.1.2002, daß die darin enthaltenen DM-Beträge als mit dem offiziellen Umrechnungskurs dargestellte Euro-Beträge zu verstehen sind. Folglich ist eine Umschreibung von bestehenden (Gesellschafts-) Verträgen und Satzungen nicht erforderlich.⁶

Im Falle einer Veränderung des Kapitals nach dem 31.12.2001 erfolgt eine Eintragung in das Handelsregister nur dann, wenn gleichzeitig auch eine Umstellung der Nennbeträge auf glatte Euro erfolgt. In diesem Zusammenhang ist eine Änderung in der jeweiligen Satzung zwingend.⁷ Börsennotierte Aktiengesellschaften sind verpflichtet, ihr Kapital und ihre Aktien bis zum Ablauf des Übergangszeitraumes auf Euro umzustellen und zu glätten.⁸

II. Umstellungsalternativen

Spätestens wenn nach Beendigung des Übergangszeitraumes zum 31.12.2001 eine Veränderung des Grundkapitals bei einer AG erfolgt, ist eine Umstellung der auf DM lautenden Nennwertsaktie in Euro-Beträge unabdingbar. Primär stehen derzeit v.a. die Aktiengesellschaften, deren Aktien an der Börse notiert sind, vor der Aufgabe einer Umstellung ihres Grundkapitals auf Euro.

Für Aktiengesellschaften, die vor dem 1.1.1999 gegründet oder im Handelsregister eingetragen sind, besteht ein Bestandsschutz. Diese Unternehmen können das auf DM lautende Kapital beibehalten. Eine Bilanzierung in Euro ist ab 1.1.1999 möglich, aber erst per 1.1.2002 zwingend. In diesem Fall sind die Nennwerte in DM zum festgelegten Umrechnungskurs in ungerade Euro-Beträge umzurechnen und zu bilanzieren.

⁵ Vgl. Schelle, Ulrich/Zügel, Johannes: Auswirkungen auf Gesetze und Verträge, in: NEWS, Sonderausgabe Euro, November 1997, S. 62.

⁶ Vgl. BVR: a.a.O., S. 59.

⁷ Vgl. WGZ-Bank: a.a.O., S. 27.

⁸ Vgl. Schelle, Ulrich/Zügel, Johannes: a.a.O., S. 62.

Gesellschaften, die während des Übergangszeitraumes gegründet werden, haben die Möglichkeit in Euro oder in DM zu bilanzieren. Allerdings sind bei der Gründung die neuen Euro-Betragsstufen anzuwenden.⁹

Im Zuge der Euro-Einführung gibt es zwei Umstellungsalternativen für die Aktien. Wie bisher kann die Aktie auf einen Nennwert, nun aber auf Euro, lauten. Daneben soll zukünftig vom Gesetzgeber die Stückaktie anerkannt werden.¹⁰ Steuerliche Veränderungen bei der Dividendenzahlung ergeben sich derzeit weder bei der Euro-Nennwertaktie noch bei der Stückaktie.

1. Nennwertaktie in Euro

a) Umstellungsproblematik

Entscheidet sich ein Unternehmen für die Beibehaltung der Nennwertaktie, so hat das Unternehmen im Rahmen der Umsetzung diverse Vorüberlegungen anzustellen. Diese beziehen sich auf die Umrechnung und Glättung, den Zeitpunkt der Umstellung sowie auf den technischen und organisatorischen Aufwand.

Bei der Umrechnung der auf DM lautenden Nennwertaktien auf Euro ergeben sich z.B. bei einem Umrechnungskurs von 1 Euro = 1,89374 DM „krumme“ Beträge. Wie bereits dargestellt, muß der auf Euro lautende Aktiennennwert volle Beträge aufweisen. Demzufolge muß eine Glättung des Nennwertes durch eine Kapitalerhöhung oder -reduzierung vorgenommen werden.

Die Umstellung des Aktiennennwertes von DM auf Euro ist eng mit der Umstellung der erstmaligen Bilanzierung des Unternehmens in Euro verbunden. Die ca. 700 Unternehmen, deren Aktien an deutschen Börsen notiert sind, müssen ihr Aktienkapital und somit auch die Bilanzierung per 1.1.1999 umstellen, da ab diesem Zeitpunkt die Notierungen und Orders in Euro erfolgen. Auch die nicht börsennotierten Aktien müssen - spätestens bei einer Kapitalveränderung - umgestellt werden.¹¹

⁹ Vgl. Informationsveranstaltung der Stuttgarter Bank AG, Thema: Euro-Umsetzung für den Mittelstand, Arbeitsunterlagen, S. 16.

¹⁰ Vgl. Deutscher Bundestag: Gesetzentwurf - Entwurf eines Gesetzes über die Zulassung von Stückaktien, Drucksache 13/9573, 7.1.98, S. 1.

¹¹ Vgl. Seibert, Ulrich: Gesellschaftsrecht und Euro - Die Umstellung von Nennkapital und Anteilen; Stückaktie, in: WM 34/97, S. 1610.

Im Gegensatz zu früheren Kapitalveränderungen und zum Wechsel auf die Stückaktie ist der organisatorische und verwaltungstechnische Aufwand bei der Umstellung der Nennwertsaktien auf den Euro erheblich höher und kostenintensiver.¹² Gründe hierfür sind u.a. der Mehraufwand zum Austausch der effektiven Stücke und die Durchführung der Anpassung. Eine Abschaffung des § 10 V AktG, der den Anspruch des Aktionärs auf Ausstellung einer Aktienurkunde beinhaltet, wäre wünschenswert, ist derzeit jedoch nicht vorgesehen. In anderen Ländern ist diese, für den modernen Börsenverkehr überflüssige Form der effektiven Stücke, schon seit Jahren eliminiert.¹³

b) Glättung

Gemäß § 4 EGActG kann eine Glättung auf den nächst höheren bzw. niedrigeren vollen Euro-Betrag durch eine Kapitalerhöhung bzw. -herabsetzung erfolgen. Je nach Stückelung der Nennwertsaktie kann die Anpassung zu einer erheblichen Veränderung des Gesellschaftskapitals führen.¹⁴ Wird der oben genannte Umrechnungskurs zur Glättung eines Nennwertes von 5 DM zugrunde gelegt, so erhöht sich das Grundkapital um 13,6 %. Bei der Kapitalherabsetzung reduziert sich in diesem Fall das Kapital um 24,3 %. Dagegen führt die Glättung einer 50-DM-Aktie beim Grundkapital nur zu einer Erhöhung von 2,3 % bzw. zu einer Reduzierung von 1,5 %.

Für die Umsetzung beider Maßnahmen ist normalerweise die Zustimmung einer 3/4 Mehrheit des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals notwendig (§§ 182 ff., 207 ff., 222 ff. AktG). Im Rahmen der Umstellung auf den Euro sind gesellschaftsrechtliche Vereinfachungen vorgesehen.¹⁵ Bei derartigen Anpassungen wird ausnahmsweise nur die einfache Mehrheit des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals benötigt, wobei im Falle der Kapitalherabsetzung gleichzeitig auch mindestens die Hälfte des gezeichneten Kapitals anwesend sein muß.¹⁶

Alternativ zur Glättung der Aktiennennwerte kann eine Kapitalveränderung auf der Ebene des Grundkapitals mit anschließender Neustückelung durchgeführt werden. Dies hat zur Folge, daß es im Bestand einzelner Aktieninhaber zu Teilrechten kommt, die in einem aufwendigen Spitzenausgleich zu bereinigen

¹² Vgl. Böhm, Klaus J.: Finanzierungen, in: Die Einführung des Euro in Unternehmen, Hrsg.: FAZ GmbH Informationsdienst/Berliner Bank AG, Frankfurt 1997, S. 93.

¹³ Vgl. Lorenz, Manuel: Die Einführung des Euro hat Folgen für das Grundkapital von Aktiengesellschaften, in: BddW, 19.2.98, S. 5.

¹⁴ Vgl. Seibert, Ulrich: a.a.O., S. 1610.

¹⁵ Informationsveranstaltung der Stuttgarter Bank AG, a.a.O., S. 18.

¹⁶ Vgl. Deutscher Bundestag: a.a.O., S. 11.

sind.¹⁷ Eine solche Vorgehensweise kommt somit nur bei Unternehmen mit wenigen Gesellschaftern in Frage. Findet hierbei kein Teilrechthandel statt, so ist die Zustimmung der Gesellschafter, deren Beteiligungsverhältnis sich verschlechtert, zwingend.¹⁸

i. Kapitalerhöhung

Die Kapitalerhöhung zur Anpassung des Aktiennennwertes kann einerseits in Form einer Umwandlung von Rücklagen, andererseits durch die Zuführung neuen Kapitals erfolgen. Beide Möglichkeiten führen zur Verteuerung der Eigenkapitalbasis des Unternehmens.¹⁹

Beispiel für eine Glättung des Aktiennennwertes durch Kapitalerhöhung gem. §§ 207 ff. AktG mit anschließendem Split in 1-Euro-Aktien:

Grundkapital der AG	1,8 Mio. DM
360.000 Aktien mit Nennwert	5,00 DM
Umrechnungskurs	1 Euro = 1,89374 DM
Nennwert der Aktie nach Umstellung	2,640278 Euro
Grundkapital der AG nach Umstellung	950.500,07 Euro
Erhöhung auf 3 Euro bei 360.000 Aktien	<u>129.499,93 Euro</u>
Neues Grundkapital der AG	1.080.000,00 Euro
1.080.000 Aktien mit Nennwert	1,00 Euro

Jeder Aktionär erhält nun für eine 5-DM-Aktie drei 1-Euro-Aktien.

ii. Kapitalherabsetzung

Nach dem Aktienrecht gibt es drei Möglichkeiten zur Kapitalherabsetzung, wobei im Normalfall die ordentliche Herabsetzung des Grundkapitals Anwendung findet. Der durch die Herabsetzung gewonnene Betrag wird in der Gewinn- und Verlustrechnung als Ertrag aus Kapitalherabsetzung ausgewiesen.²⁰

¹⁷ Vgl. WGZ-Bank: a.a.O., S. 28.

¹⁸ Vgl. BVR: a.a.O., S. 59.

¹⁹ Vgl. WGZ-Bank: a.a.O., S. 28.

²⁰ Weitere Ausführungen bzgl. der Kapitalherabsetzung vgl. Coenenberg, Adolf Gerhard: Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, 15. Aufl., Landsberg/Lech 1994, S. 150 f.

Für viele Unternehmen kommt zur Glättung eine Herabsetzung des Kapitals nicht in Frage, da dann in bestimmten Einzelfällen (Kreditverträge, Anleihebedingungen) aufgrund vertraglicher Bestimmungen Rückzahlungsansprüche sofort fällig werden.²¹ Ferner stehen die Finanzmärkte einer Kapitalherabsetzung i.d.R. negativ gegenüber, da eine solche Reduzierung des gezeichneten Kapitals fast ausschließlich von finanziell schwachen Unternehmen vorgenommen wird.²²

Beispiel für eine Glättung des Aktiennennwertes durch Kapitalherabsetzung mit anschließendem Split in 1-Euro-Aktien (Ausgangssituation siehe Beispiel der Kapitalerhöhung):

Grundkapital der AG nach Umstellung	950.500,07 Euro
Herabsetzung auf 2 Euro bei 360.000 Aktien	- 230.500,07 Euro
Neues Grundkapital der AG	720.000,00 Euro

720.000 Aktien mit Nennwert 1,00 Euro

Jeder Aktionär erhält nun für eine 5-DM-Aktie zwei 1-Euro-Aktien.

2. Stückaktie

a) Wesen der Stückaktie

Die Einführung der Stückaktien ist nicht von der Währungsumstellung abhängig. Die Stückaktien sind vielmehr eine notwendige Anpassung an die moderne internationale Aktienkultur. Aus diesem Grund hat der Gesetzgeber das entsprechende Gesetz für die Einführung der Stückaktie von den für die Umstellung auf den Euro notwendigen Gesetzen abgetrennt.²³

In anderen Ländern haben sich die Stückaktien bereits bewährt. In den USA und in Belgien sind sie schon seit vielen Jahren zugelassen.²⁴ Die Stückaktien können, wie die Nennbetragsaktien, als Inhaber- oder Namensaktien sowie als Aktien verschiedener Gattungen begründet werden.

²¹ Vgl. WGZ-Bank: a.a.O., S. 28.

²² Vgl. o.V.: Die Stückaktie ersetzt die Aktie mit Nennwert, in: HB, 5.2.98, S. 32.

²³ Vgl. Lange, Dietrich: Die Umstellung von Wertpapieren auf den Euro, in: BI 12/97, S. 66 f.

²⁴ Vgl. Böhm, Klaus, J.: a.a.O., S. 93.

Vielfach wird die Stückaktie als unechte nennwertlose Aktie bezeichnet. Sie repräsentiert einen bestimmten Anteil (z.B. 1/100.000) am Grundkapital des Unternehmens. Dabei sind alle Stückaktien am Grundkapital der Gesellschaft im gleichen Umfang beteiligt. Die Stückaktie ist zu unterscheiden von der Quotenaktie, die sich auf eine bestimmte Quote (z.B. 1 %) an der Aktiengesellschaft bezieht.

Zukünftig ist bei einer Umstellung auf Stückaktien in den Satzungen neben dem Grundkapital nur noch die Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien zu nennen. Nach Verabschiedung des EuroGUG²⁵ muß der fiktive Nennwert der Stückaktie mindestens 1 Euro betragen.²⁶ Wie bei der Nennwertaktie, so bleibt auch bei der Stückaktie eine Emission unter pari, d.h. eine Ausgabe unter dem rechnerischen Nennwert der Stückaktie, unzulässig.²⁷

Entscheidet sich eine Aktiengesellschaft für die Stückaktie, so wird in der Satzung das nominale Grundkapital und die Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien ausgewiesen. Der Nennbetrag der Aktien oder die Quote sind nicht mehr in die Satzung aufzunehmen.²⁸

Den Aktiengesellschaften wird im neuen AktG die Möglichkeit eines Wechsel von der Stückaktie zur Nennwertaktie eingeräumt. Hierfür ist der Beschluß der Hauptversammlung notwendig. Im Rahmen einer solchen Umstellung ist auf die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen (Nennbetrag, notwendige Kapitaländerung) zu achten.²⁹

Bereits der Regierungsentwurf des Aktiengesetzes 1965 enthielt Hinweise auf die Vorteile der nennwertlosen Aktie. Dennoch wurde die Möglichkeit einer Aufnahme der Stückaktie ins AktG mit der Begründung einer fehlenden Vergleichbarkeit von Nennbetragsaktie und Stückaktien abgelehnt. Durch Einführung der Stücknotiz an den deutschen Börsen am 17.4.1967 ist dieses Argument zwischenzeitlich entfallen.³⁰

b) Positive Aspekte der Stückaktie

Ein großer Vorteil der Stückaktie ist in dem Wegfall der Umrechnungs- und Rundungsproblematik im Rahmen der Umstellung auf den Euro zu sehen.³¹

²⁵ Gesetz zur Umstellung des Gesellschaftsrechts auf den Euro.

²⁶ Vgl. Informationsveranstaltung der Stuttgarter Bank: a.a.O., S. 21.

²⁷ Vgl. o.V.: a.a.O., S. 32.

²⁸ ebenda, S. 32.

²⁹ Vgl. Deutscher Bundestag: a.a.O., S. 14.

³⁰ ebenda, S. 11.

³¹ Vgl. o.V.: a.a.O., S. 32.

Ferner muß keine Änderung des Grundkapitals vorgenommen werden. Im Falle einer späteren Kapitalveränderung müssen die Aktienurkunden nicht ausgetauscht und/oder neu gedruckt werden.³² Insgesamt ist bei einer Umstellung auf die nennwertlosen Aktien der Verwaltungsaufwand geringer als die Beibehaltung der Nennwertsaktie mit Euro-Umstellung .

Durch die Stückaktie wird die Vergleichbarkeit von Aktien deutlich verbessert. Somit hat die nennwertlose Aktie nicht nur Vorteile für die Gesellschaft.³³ Anhand aussagefähiger Bewertungsparameter, wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite, können die Anleger bei ihren Anlageentscheidungen durch vereinfachte Berechnungen profitieren.³⁴ Ferner ist der fiktive Nennwert für Dritte jederzeit bestimmbar.

c) Umsetzung

Der Wechsel von der Nennwertsaktie zur Stückaktie ist nur für die Gesellschaften eine Alternative, die keine verschiedenen Nennwerte haben. U.a. Versicherungsgesellschaften haben oftmals Aktien mit unterschiedlichen Nennwerten.³⁵ Zur Nutzung der Stückaktie müßten diese Unternehmen zuerst auf einen einheitlichen Aktiennennwert umstellen. Für den Wechsel von der Nennwertsaktie zur Stückaktie ist ein entsprechender Beschluß der Hauptversammlung notwendig.

Beispiel für eine Umstellung von DM-Nennbetragsaktien auf Stückaktien:

Grundkapital der AG	1,8 Mio. DM
360.000 Aktien mit Nennwert	5,00 DM
Umrechnungskurs	1 Euro = 1,89374 DM
Grundkapital der AG nach Umstellung	950.500,07 Euro
Bei 360.000 Stückaktien:	
Fiktiver Nennwert einer Stückaktie	2,640278 Euro

Jeder Aktionär erhält nun für eine 5-DM-Aktie eine Stückaktie.

³² Vgl. Böhm, Klaus J.: a.a.O., S. 93.

³³ Vgl. o.V.: a.a.O., S. 32.

³⁴ Vgl. Seibert, Ulrich: a.a.O., S. 1611; vgl. auch Deutscher Bundestag: a.a.O., S. 2.

³⁵ Vgl. Lorenz, Manuel: a.a.O., S. 5.

3. Voraussichtliche Entwicklung

Sowohl die Nennwertsaktie als auch die Stückaktie werden zukünftig in Europa Gültigkeit haben. In Deutschland wird sich voraussichtlich die Mehrzahl der Unternehmen für die Stückaktie entscheiden. Für diese Prognose spricht, daß die Umstellung auf Stückaktien wenig aufwendig und mit relativ geringen Kosten verbunden ist.

Ein Problem für viele Unternehmen ist auch die durch die Glättung erforderliche Kapitalveränderung. Bei einer Kapitalerhöhung müssen ausreichende Rücklagen bzw. Kapitalgeber sowie die Bereitschaft, das erhöhte Grundkapital mit einer konstanten Dividende zu bedienen, vorhanden sein.³⁶ Auch sind die Vorstände der Aktiengesellschaften i.d.R. nicht bereit, ohne wirtschaftlichen Grund freie Mittel aus den Rücklagen in Nennkapital umzuwandeln.³⁷

Im Falle der Kapitalherabsetzung verschlechtern sich die Bilanzrelationen. Dies kann sich auf die Einstufung des Unternehmens am Finanzmarkt auswirken.³⁸ Außerdem kann die Kapitalherabsetzung aufgrund von Vertragsklauseln zur sofortigen Fälligkeit von Rückzahlungsansprüchen führen.³⁹

Die Dresdner Bank AG hat sich bereits für die Einführung der Stückaktie ausgesprochen. Zahlreiche große und börsennotierte Aktiengesellschaften bekunden ebenfalls Interesse an der nennwertslosen Aktie.⁴⁰

C. Zusammenfassung

Das Thema um die Anpassung der in DM lautenden Nennwertsaktie an den Euro läßt sich durch fünf zentrale Aussagen darstellen:

1. Der Zeitpunkt der Umstellung des Aktiennennwertes auf Euro hängt je nach Unternehmen von der Handelbarkeit der Aktie, dem Zeitpunkt der Gründung sowie der Veränderung des Grundkapitals ab.
2. Im Falle der Beibehaltung der Nennwertsaktie kann eine Glättung auf volle Euro sowohl durch eine Kapitalerhöhung als auch durch eine Kapitalherabsetzung erfolgen.

³⁶ Vgl. o.V.: Die Stückaktie ..., a.a.O., S. 32.

³⁷ Vgl. Lorenz, Manuel: a.a.O., S. 5.

³⁸ Vgl. o.V.: Die Stückaktie ..., a.a.O., S. 32.

³⁹ Vgl. WGZ-Bank: a.a.O., S. 28.

⁴⁰ Vgl. BDI: Rechtsfragen der Euro-Einführung, in: Euro-Service Nr. 4 10/97, S. 3.

3. Die Stückaktie ist unter den gegebenen Umständen die eleganteste Lösung zur Umgehung der Umstellungsproblematik. Ihre Einführung ist allerdings von der Umstellung auf den Euro unabhängig.
4. Neben der Stückaktie wird auch die bisherige Nennbetragsaktie uneingeschränkt zugelassen sein. Am Aktienmarkt wird zukünftig allerdings die Stückaktie dominieren.
5. Bei der Dividendenausschüttung sind derzeit keine steuerlichen Unterschiede bzw. Veränderungen bei Nennbetragsaktien in Euro oder bei Stückaktien zu erwarten.

Literaturverzeichnis

- BDI: Rechtsfragen der Euro-Einführung, in: Euro-Service Nr. 4, 10/97.
- Böhm, Klaus J.: Finanzierungen, in: Die Einführung des Euro in Unternehmen, Hrsg.: FAZ GmbH Informationsdienst/Berliner Bank AG, Frankfurt 1997, S. 90 - 93.
- BVR: Die Europäische Währungsunion und ihr Unternehmen, Bonn 1997.
- Coenberg, Adolf Gerhard: Jahresabschluß und Jahresabschlußanalyse, 15. Aufl., Landsberg / Lech 1994.
- Deutscher Bundestag: Gesetzentwurf - Entwurf eines Gesetzes über die Zulassung von Stückaktien, Drucksache 13/9573, 7.1.98.
- Frankenberger, Wilhelm: Vorbereitung auf den Euro in der Bank: Internes Rechnungswesen, Bilanzierung und Prüfung, in: BI 11/97, S. 22 – 25.
- Informationsveranstaltung der Stuttgarter Bank AG, Thema: Euro-Umsetzung für den Mittelstand, Arbeitsunterlagen.
- Lange, Dietrich: Die Umstellung von Wertpapieren auf den Euro, in: BI 12/97, S. 64-67.
- Lorenz, Manuel: Die Einführung des Euro hat Folgen für das Grundkapital von Aktiengesellschaften, in: BddW, 19.2.98, S. 5.
- O.V.: Die Stückaktie ersetzt die Aktie mit Nennwert, in: HB, 5.2.98, S. 32.
- Röskau, Michael: Die Euro-Gesetzgebung: Was ist notwendig?, in: BI 11/97, S. 10 – 17.
- Schelle, Ulrich/Zügel, Johannes: Auswirkungen auf Gesetze und Verträge, in: NEWS, Sonderausgabe Euro, November 1997, S. 61 – 62.
- Seibert, Ulrich: Gesellschaftsrecht und Euro - Die Umstellung von Nennkapital und Anteilen; Stückaktie, in: WM 34/97, S. 1610 – 1611.
- WGZ-Bank: Nr. 4 Europäische Währungsunion - Einfluß der neuen Währung auf das Vertragswesen und gesellschaftsrechtliche Aspekte, Düsseldorf 1997.

Institutionelle Ausgestaltung der öffentlichen Förderung in der Bundesrepublik Deutschland vor dem Hintergrund konkurrierender Förderträger und zunehmender Einflußnahme der Europäischen Union

Von Heinrich Jagau

Die Förderlandschaft in der Bundesrepublik Deutschland ist zum einen von vielfältigen institutionellen Gegebenheiten geprägt und zum anderen in der inhaltlichen Ausgestaltung über die verschiedenen Ebenen der Gebietskörperschaften äußerst facettenreich. Die in diesem Rahmen handelnden Wirtschaftssubjekte sprechen - sicherlich zurecht - von einem nur schwer zu durchschauenden Förderdschungel. Dies gilt insbesondere im Bereich Wirtschaftsförderung für kleine und mittlere Unternehmen, in der sich alle Gebietskörperschaften (inklusive EU) mit eigenen Programmen tummeln, die sich zudem häufig noch überschneiden. Die grundlegende Aufgabenteilung in der Mittelstandsförderung ist aus dem föderativen Aufbau der Bundesrepublik Deutschland abgeleitet:

Mittel für übergeordnete Ziele sollen vom Bund vergeben werden. Die Bundesländer können innerhalb der jeweiligen Landesgrenzen regionalspezifische Programme auflegen. Auch die Kommunen als unterste Ebene der Gebietskörperschaften können - wenn sie es für richtig halten - aktiv werden.

Hintergrund des dennoch zu beobachtenden volkswirtschaftlich subeffizienten Verhaltens der Gebietskörperschaften in ihrer Gesamtheit ist der im politökonomischen Sinne vorhandene Profilierungszwang der politisch handelnden Personen.¹ Das föderalistische System der Bundesrepublik Deutschland hat sich als fruchtbarer Humus für die vertikale Konkurrenz zwischen Gebietskörperschaften in bezug auf Förderung erwiesen. Landesregierungen versuchen z. B., ihr Profil durch markante eigene Förderprogramme zu schärfen. Die Beschränkung, auf Programme des Bundes zu verweisen, die ähnliche Fördertatbestände abdecken, ist suboptimal, da dann womöglich der politische Gegner im eigenen Bundesland die Lorbeeren einfährt, da diese Partei auf Bundesebene die besagte Programmgestaltung zu verantworten hat. Dieses im Grunde sogar

¹ Vgl. hierzu Frey B.S. (1981), S. 4 ff.

systemkongruente Profilierungsdenken der Regierenden der unterschiedlichen Ebenen der Gebietskörperschaften führt unausweichlich zu mehr eigenständigem, unabgestimmtem Handeln als dies bei der ursprünglichen Festlegung der Aufgabenteilung vorgesehen war. Die Neigung, eigenständige Programme aufzulegen, nimmt mit der Verfügbarkeit monetärer Ressourcen stark zu (siehe z. B. Bayern und Baden-Württemberg). In Zeiten fiskalischer Knappheit obsiegt dagegen eher die ökonomische Vernunft; Förderprogramme der Bundesländer orientieren sich dann stärker auf regionalspezifische Ergänzungen der Programme des Bundes.

Das Bundesministerium für Wirtschaft hat 1995 ein Gutachten in Auftrag gegeben, das die Problematik der Mittelstandsförderung in der Bundesrepublik Deutschland analysieren und Vorschläge zu einer Neustrukturierung unterbreiten sollte. Die Studie kommt zu dem Ergebnis, daß die derzeitige Förderung kleiner und mittlerer Unternehmen aus wirtschaftspolitischer Sicht (Markt- und Politikversagen) gerechtfertigt sei und über die Kompensation partiellen Marktversagens hinaus dazu diene, wirtschaftliche Potentiale zu wecken und dynamische Entwicklungsanstöße für Innovationen, Beschäftigung und Wachstum auszulösen.² Das heute bestehende System der Mittelstandsförderung ist das Resultat eines jahrzehntelangen Entwicklungsprozesses. 1995 wurden für Zwecke der Mittelstandsförderung von Bund und Ländern (ohne Steuervergünstigungen und ohne Gemeinschaftsaufgabe „Verbesserung der regionalen Wirtschaftsstruktur“) in den alten Ländern knapp 2 Mrd. DM und in den neuen Ländern ca. 3,9 Mrd. DM aufgewandt.

Mit der EU kommt ein weiterer Akteur im Bereich der Mittelstandsförderung hinzu, der vor allem strukturpolitische Aktivitäten unter dem Gesichtspunkt einer Förderung der Einigung Europas entfaltet. Das Ergebnis für die Mittelstandsförderung in Deutschland ist eine deutliche Erhöhung der Zahl der Parallelprogramme und damit eine zunehmende Intransparenz der gesamten Mittelstandsförderung.

A. Konsistenz - besser als ihr Ruf

Die zentralen Ergebnisse des o. g. Gutachtens bezüglich der „Konsistenz“ der Mittelstandsprogramme sind überraschend positiv.³ Zwar ist das Zusammenwirken der fördernden Ebenen das zentrale Problem, jedoch ist die Zuordnung von Instrumenten und Zielen weitestgehend akzeptabel, die gesamte Mittelstandsförderung ordnungspolitisch verträglich und hinsichtlich der Ziel-Mittel-Ergebnis-Relation im wesentlichen konsistent. Potential zur Erhöhung

² Vgl. Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (1996), S. 2.

³ Vgl. Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (1996), S. 12.

der Konsistenz ergibt sich vor allem aus einem verbesserten Zusammenspiel der Trägerebenen. Leitlinie sollte bezüglich der Arbeitsteilung zwischen Bund und Ländern das „Subsidiaritätsprinzip“ sein. Der Bund sollte tatsächlich nur grundlegende Förderangebote zur Verfügung stellen, die allen kleinen und mittleren Unternehmen in allen Regionen zur Verfügung stehen. Die Länder sollten an diese „Grundförderung“ anknüpfend Förderprogramme entwickeln, die auf die wirtschaftsstrukturellen Gegebenheiten des Landes ausgerichtet sind. Die Europäische Union könnte sich in diesem Zusammenspiel stärker dem Förderbereich „Aufbau internationaler Kompetenzen bei kleinen und mittleren Unternehmen“ widmen.

B. Transparenz läßt zu wünschen übrig

Die Mittelstandsförderung von Bund, Ländern und EU bedient sich bei der Umsetzung einer großen Zahl von Intermediären. Hierbei handelt es sich insbesondere um die Banken (über das Hausbankverfahren), Kammern, Wirtschaftsfördergesellschaften, spezielle Beratungsstellen, Technologiezentren u.a.m. Die Zahl der Intermediären allein sagt wenig über die Konsistenz und Transparenz der Mittelstandsförderung an sich aus, ist jedoch eindeutiges Indiz für hohe Informationskosten im gesamten Fördersystem. Die Wirkung öffentlicher Förderprogramme wird aber dann erheblich eingeschränkt, wenn die Zugänglichkeit entsprechender Informationen für die zu fördernden Unternehmen „zum Glücksspiel“ gerät.⁴ Die im folgenden präsentierte Tabelle 1 stellt die Kriterien, Untersuchungsfragen und zentralen Ergebnisse für den Bewertungsaspekt „Transparenz“ des Gutachtens des RWI und WSF dar. Das zentrale Ergebnis ist, daß die Überschaubarkeit der Mittelstandsförderung für alle Akteure stark eingeschränkt und die Effizienz der Programmabwicklung verbesserungsbedürftig ist.

C. Einfluß der Europäischen Union auf das deutsche Fördergeschäft

Vor dem Hintergrund der Ausführung zur Konsistenz und Transparenz der Mittelstandsförderung sind zwei Entwicklungen auf EU-Ebene von besonderer Bedeutung:

- Die Förderaktivitäten der Europäischen Union auf dem Gebiet kleiner und mittlerer Unternehmen nehmen zu. Allein aus der Gemeinschafts-

⁴ Vgl. Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (1996), S. 10.

initiative für kleine und mittlere Unternehmen entfallen knapp 185 Mio ECU (1994 - 1999) auf die Bundesrepublik Deutschland. Hinzuzurechnen sind die nationalen Kofinanzierungsmittel in ähnlicher Größenordnung. Förderziele und Vergabekriterien werden jedoch letztendlich von der Europäischen Union bestimmt.⁵ Je weniger stringent die EU-Vorgaben sind, desto größer ist die Gefahr der "Gießkannenförderung" mit wenig zielorientiertem Einsatz der Mittel. Je enger die Fördervorgaben sind, desto weniger Raum bleibt für eine eigene nationale bzw. regionale Ausgestaltung der Förderung.

- Nationale Fördermaßnahmen werden einer verschärften Kontrolle durch die Beihilfepolitik der Europäischen Union unterzogen. Basis hierfür ist das in Art. 92 EG-Vertrag grundsätzlich festgelegte Verbot von Beihilfen, die zu einer Beeinträchtigung des Handels zwischen den Mitgliedsstaaten führen und somit wettbewerbsverfälschend wirken. Dieser im Grundsatz unbestrittene Ansatz hat allerdings zur Folge⁶, daß die Beihilfekontrolle zu Kohäsionszwecken eingesetzt wird und somit nationale Fördermaßnahmen zugunsten mittelständischer Unternehmen blockiert werden mit negativen Folgen für regionale Entwicklung, die mit dem Oberziel des Art. 92 EG-Vertrag eigentlich nicht kollidiert. Außerdem führt die derzeitige Ausgestaltung der Notifizierungspflicht von Förderprogrammen mit nicht kodifizierten materiellen Entscheidungskriterien der Kommission in der Praxis zu erheblicher Unsicherheit. Häufig ist schon die Frage strittig, ob überhaupt Notifizierungspflicht besteht. Präventiv zu agieren verbietet sich i.d.R. angesichts der Dauer von Notifizierungsverfahren, da insbesondere bei der Frage kurzfristiger Konsolidierungsmaßnahmen ein enormer Zeitdruck besteht. Bei Einschaltung der Kommission können die Entscheidungen nicht mit der notwendigen Geschwindigkeit getroffen werden, so daß als Folge Unternehmen zerschlagen werden, denen noch sinnvollerweise hätte geholfen werden können.

⁵ Vgl. hierzu Sauer, H. D. (1997), S. 184.

⁶ Vgl. Sauer, H. D. (1997), S. 185.

Tabelle 1
Kriterien, Untersuchungsfragen und zentrale Ergebnisse für den Bewertungsaspekt „Transparenz“

	Kriterien der Transparenz	Zentrale Ergebnisse
<p>Untersuchungsfrage: Ist die Mittelstandsförderung aus Sicht der Adressaten überschaubar?</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Überschaubarkeit für potentielle Nutzer (= Angehörige des Adressatenkreises) im Sinne der Kenntnis des Gesamtsystems und des Vorliegens klarer Wahlmöglichkeiten - Überschaubarkeit für die institutionellen Vermittler (Hausbanken, Kammern) - Überschaubarkeit für die Administratoren (Programmplaner und -verwalter) - Überschaubarkeit und Einsichtigkeit für politische Entscheidungsträger (Parlamentarier, politisch Verantwortliche) mit der Möglichkeit, bei veränderten Prioritätsetzungen Korrekturen vorzunehmen - prinzipiell schneller Informationszugriff für unbeteiligte Dritte 	<ul style="list-style-type: none"> - Die Überschaubarkeit ist für alle Akteure stark eingeschränkt.
<p>Untersuchungsfrage: Wie ist die Effizienz der Programmabwicklung zu beurteilen?</p>	<ul style="list-style-type: none"> - einfache, schnelle Antragswege - Vermeidung von Redundanzen im Programmangebot - für den „Endnutzer“ übersichtliche Entscheidungswege - klare Konditionierung der Vergabe - weitestgehende Ausschaltung diskretionärer Entscheidungsspielräume 	<ul style="list-style-type: none"> - Die Effizienz der Programmabwicklung ist verbesserungsbedürftig.

Quelle: Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (1996), S. 13.

D. Institutionelle Ausgestaltung der Umsetzung der Förderung in der Bundesrepublik Deutschland

Ein Großteil der staatlichen Förderung wird mit Hilfe öffentlicher Förderbanken vergeben. Dieses bietet sich besonders dann an, wenn bankspezifisches Know-how erforderlich ist und der Fördergeber sinnvollerweise von behördenfremden Dienstleistungen entlastet werden soll.⁷ Auf diese Weise werden sowohl Gelder als zinsgünstige Darlehen als auch als verlorene Zuschüsse gewährt. Die Vergabe der Fördermittel an den Endkunden erfolgt in der Regel im sog. „Hausbankverfahren“. Der Kreditnehmer tritt über seine Hausbank an den Fördergeber heran, so daß der Investor vor Ort von seiner Bank beraten werden kann. Aufgrund der örtlichen Nähe kann die Hausbank die banküblichen Regularien zuverlässig abwickeln, so daß die Förderbank sich hauptsächlich auf die Prüfung der Fördervoraussetzungen beschränken kann.

Der Bund bedient sich für die Umsetzung seiner Förderung der beiden im wesentlichen in Bundesbesitz befindlichen Institute Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) und Deutsche Ausgleichsbank (DtA). Die KfW wurde 1948 durch Gesetz als Körperschaft des öffentlichen Rechts gegründet. Sie agiert entsprechend ihrem gesetzlichen Auftrag als Förderbank für die eigene Volkswirtschaft und als Entwicklungsbank für die Entwicklungsländer. Die DtA ist eine Anstalt des öffentlichen Rechts. Sie wurde 1950 unter dem alten Namen „Bank für Vertriebene und Geschädigte (Lastenausgleichsbank)“ gegründet. Zunächst standen der Lastenausgleich und Hilfen bei der wirtschaftlichen Eingliederung von Vertriebenen und Flüchtlingen im Vordergrund. Heute ist die DtA vor allem als Existenzgründungsbank des Bundes tätig.

Auch auf Landesebene wird die Förderung in fast allen Bundesländern durch öffentlich-rechtliche Kreditinstitute unterstützt, um die Fördergeber von behördenfremden Dienstleistungen zu entlasten. Nahezu alle denkbaren Varianten der Förderung (von Darlehen über Zuschüsse bis hin zu fördernahen Dienstleistungen) werden hier abgewickelt. Die rechtliche Struktur der Förderbanken auf Landesebene ist unterschiedlich gestaltet. Zum einen existieren rechtlich selbständige Förderbanken, die als Anstalt des öffentlichen Rechts, als GmbH oder als AG firmieren (siehe hierzu Tabelle 2), zum anderen werden Förderbanken als rechtlich unselbständige, jedoch betriebswirtschaftlich und organisatorisch eigenständige Geschäftsbereiche der jeweiligen Banken der Länder geführt (siehe hierzu Tabelle 3). In einigen Ländern, wie z.B. in Hessen, Bayern oder Rheinland-Pfalz, gibt es parallele Institute. Die Wohnungsbauförderung wird hier als rechtlich unselbständiger Bereich unter dem Dach der jeweiligen Landesbank durchgeführt. Die Wirtschaftsförderung ist auf rechtlich eigenständige

⁷ Vgl. Wesierski, B. (1994), S. 197.

Förderinstitute übertragen. In anderen Ländern, wie z. B. Niedersachsen, sind nur Teile der Wirtschaftsförderung auf die Förderbank übertragen. Der Rest wird dort von der öffentlichen Verwaltung selbst abgewickelt.

E. Synergieeffekte bei der Abwicklung der Förderung heben

Oberstes Prinzip bei der Vergabe von Förderung muß die Minimierung des mit der Förderung verbundenen administrativen Aufwands sein, da durch zu hohen Aufwand der beim Subventionsempfänger ankommende Nettosubventionswert unnötig geschmälert wird oder bei vorgegebener Höhe der Nettosubvention der gesamte direkte und indirekte Aufwand für die öffentliche Hand unverantwortlich hoch wird. Das bedeutet, daß vorhandene Synergieeffekte möglichst vollständig ausgenutzt werden. Voraussetzung hierfür ist die grundsätzliche Bereitschaft der politisch handelnden Personen, alle Förderaufgaben und fördernahen Dienstleistungen, die im weitesten Sinne mit Finanzierungsaktivitäten im Zusammenhang stehen, auf *eine* Institution zu konzentrieren. Hier ist bei den Förderaufgaben sowohl an die Wirtschaftsförderung in ihrer Gesamtheit, an die Wohnungsbauförderung, an die Agrarförderung als auch an Umweltförderprogramme gedacht. Synergien entstehen zum einen dadurch, daß sämtliche back-office-Funktionen nur einmal vorgehalten werden müssen, und zum anderen durch die Konzentration von Förder-know-how in einer Institution.

Die bislang genannten Synergieeffekte entstehen aus der Konzentration von Förderaufgaben in einer Hand. Darüber hinaus sind weitere Kriterien zu berücksichtigen. Der durch die Abwicklung der Förderung entstehende Aufwand sollte transparent sein. Veröffentlichungspflichtige Jahresabschlüsse sorgen sowohl bei rechtlich selbständigen als auch rechtlich unselbständigen Förderinstituten für die notwendige Transparenz. Bei der öffentlichen Verwaltung selbst ist diese Transparenz in der Regel nicht gegeben, da interne Leistungsverrechnungen, Budgetierungen und weitere unternehmenssteuernde Elemente - wenn überhaupt - erst rudimentär eingeführt sind. Dieses ist ein weiteres wichtiges Argument für die Übertragung von Förderaufgaben auf öffentlich-rechtliche Banken.

Tabelle 2
Rechtlich selbständige Förderbanken auf Landesebene

Bundesland	Rechtlich selbständiges Förderinstitut	Träger	Aufgaben
Bayern	Bayerische Landesanstalt für Aufbaufinanzierung (LFA) - Anstalt öffentlichen Rechts	Freistaat Bayern	Agrar- und Wirtschaftsförderung (inkl. GA), Umweltförderung, Filmförderung
Brandenburg	Investitionsbank des Landes Brandenburg Anstalt öffentlichen Rechts	Land Brandenburg Landesbank Berlin WestLB	Wirtschaftsförderung (inkl. GA), Wohnungsbau-, Städtebau- und Agrarförderung
Hamburg	Hamburgische Wohnungsbaukreditanstalt - Anstalt öffentlichen Rechts	Freie und Hansestadt Hamburg über HGV und Hamburgische LB, Landesbank Schleswig-Holstein	Wohnungsbauförderung
Hessen	Wirtschaftsförderung Hessen Investitionsbank AG - Hessische Landesentwicklungs- und Treuhandgesellschaft (HL.T)	Land Hessen	Wirtschaftsförderung (inkl. GA)
Rheinland-Pfalz	Investitions- und Strukturbank Rheinland-Pfalz (ISB) GmbH	Land Rheinland-Pfalz	Wirtschaftsförderung
Saarland	Saarländische Investitionskreditbank AG Saarbrücken	Land Saarland und die Sektoren der Kreditwirtschaft	Wirtschafts-, Agrar- und Wohnungsbauförderung
Sachsen	Sächsische Aufbaubank GmbH	Landesbank Sachsen Landeskreditbank Baden- Württemberg	Wirtschaftsförderung (inkl. GA), Wohnungsbau-, Agrar- und Umweltförderung
Thüringen	Thüringer Aufbaubank Anstalt öffentlichen Rechts	Land Thüringen	Wirtschaftsförderung (inkl. GA), stufenweise Übernahme der Wohnungsbauförderung

Quelle: jeweilige Geschäftsberichte der Förderinstitute

F. Betriebswirtschaftliche Vorteile für rechtlich unselbständige Institute

Besonders interessant sind Effizienzüberlegungen vor dem Hintergrund der rechtlichen Konstruktion von Förderinstituten. Während die Vorteile für rechtlich selbständige Institute bestenfalls in der unmittelbareren Steuerungsmöglichkeit für den Eigner (i.d.R. das jeweilige Bundesland) liegen, lassen sich für rechtlich unselbständige Förderinstitute als Geschäftsbereiche, i.d.R. großer öffentlich-rechtlicher Landesbanken, eine ganze Reihe betriebswirtschaftlicher Vorteile aufzählen.⁸ Diese liegen insbesondere in der Möglichkeit, die bestehende banktechnische Infrastruktur sowie Querschnittsbereiche der großen „Mutterhäuser“ zu nutzen. Hierbei handelt es sich vor allem um Bereiche wie Organisation, EDV, Revision, Verwaltung, Personalabteilung, Aus- und Fortbildung und Meldewesen gemäß KWG-rechtlichen Vorschriften. Durch Nutzung dieser Bereiche kann zum einen die Einrichtung eigener entsprechender Abteilungen vermieden werden, und zum anderen können Leistungen in einer Qualität zur Verfügung gestellt werden, die in kleineren Organisationen zu hohen Kosten verursachen würden.⁹ Außerdem ist in großen „Mutterhäusern“ gewährleistet, daß angesichts komplexer Herausforderungen das Know-how der Förderbank immer a jour ist. Dieses ist in kleinen Förderinstituten betriebswirtschaftlich sinnvoll kaum darstellbar. Untersuchungen in einzelnen Bundesländern haben ergeben, daß der laufende Betrieb eines rechtlich selbständigen Förderinstituts im Vergleich zu einer in einem großen „Mutterhaus“ integrierten Einrichtung Mehrkosten in einer Größenordnung von bis zu 30 v. H. verursacht. Darüber hinaus muß einem rechtlich eigenständigen Förderinstitut das im KWG vorgeschriebene Eigenkapital für die Zulassung als Kreditinstitut zur Verfügung gestellt werden.

G. Wettbewerbsneutralität - Voraussetzung für Akzeptanz

Eine wesentliche Voraussetzung für die Errichtung rechtlich unselbständiger Förderinstitute ist die strikte Einhaltung der Wettbewerbsneutralität. Durch organisatorische und personelle Maßnahmen gewährleisten z. B. die niedersächsischen Landestreuhandstellen, daß Förderaufgaben und Wettbewerbsgeschäft der Landesbank streng voneinander getrennt werden.¹⁰ Dieses geschieht durch folgende Maßnahmen:

⁸ Siehe hierzu auch Schäfer, W. (1998), S. 138 ff.

⁹ Vgl. Rümker, D. (1997), S. 189.

¹⁰ Siehe hierzu Ebke, K. (1997) S.27.

Tabelle 3
Rechtlich unselbständige Förderbanken auf Landesebene

Bundesland	Rechtlich unselbständiges, betriebl. und org. selbständiges Förderinstitut	Träger	Aufgaben
Baden-Württemberg	Landesreditbank Baden-Württemberg (L-Bank) Förderanstalt LAKRA	über Landesreditbank (L-Bank) Land Baden-Württemberg	Wirtschafts-, Agrar-, Umwelt- und Wohnungsbauförderung
Bayern	Bayerische Landesbodenkreditanstalt	über Bayerische LB, Freistaat Bayern und bayerische Sparkassen	Wohnungs- und Städtebauförderung
Berlin	Investitionsbank Berlin	über die Landesbank Berlin Land Berlin	Wirtschaftsförderung (inkl. GA), Wohnungsbauförderung
Hessen	Landestreuhandstelle Hessen	über LB Hessen-Thüringen Sparkassen der Länder Hessen und Thüringen	Agrar-, Wohnungsbau-, Städtebau- und Umweltförderung
Mecklenburg-Vorpommern	Landesförderinstitut Mecklenburg-Vorpommern	wie Niedersachsen	Wirtschaftsförderung (inkl. GA), Wohnungsbauförderung
Niedersachsen	Landestreuhandstellen für Wirtschaftsförderung, Wohnungswesen und Agrarförderung	über die Nord/LB die Länder Nds., Sachsen-Anhalt und Mecklenburg-VP sowie die jew. Sparkassenverbände	Wirtschafts-, Agrar- und Wohnungsbauförderung
Nordrhein-Westfalen	Investitionsbank Nordrhein-Westfalen	über WestLB Land NRW, Sparkassen- und Landschaftsverbände	Wirtschafts-, Agrar-, und Umweltschutzförderung
Nordrhein-Westfalen	Wohnungsbauförderungsanstalt (WFA)	über WestLB Land NRW, Sparkassen- und Landschaftsverbände	Wohnungsbauförderung
Rheinland-Pfalz	Landestreuhandstelle	über LB Rheinland-Pfalz, Sparkassen- und Giroverband Rheinland-Pfalz, WestLB, SüdwestLB	Wohnungs- und Städtebauförderung
Sachsen-Anhalt	Landesförderinstitut Sachsen-Anhalt	wie Niedersachsen	Wirtschaftsförderung (inkl. GA), Agrar- und Wohnungsbauförderung
Schleswig-Holstein	Investitionsbank Schleswig-Holstein	über die LB Schleswig-Holstein, das Land Schleswig-Holstein, Sparkassen, WestLB, SüdwestLB	Wirtschaftsförderung (inkl. GA), Agrar-, Wohnungsbau-, Städtebau- und Umweltförderung

Quelle: jeweilige Tätigkeitsberichte der Förderinstitute

Personal, das ausschließlich Förderaufgaben wahrnimmt und nicht gleichzeitig in anderen wettbewerbsorientierten Bereichen der Landesbank tätig ist; die Mitarbeiter der Querschnittsbereiche der Landesbank sind nicht mit Aufgaben des Aktivgeschäfts befaßt.

- Eigene Geschäftsleitung des Förderinstituts mit eigenen Entscheidungskompetenzen für den Förderbereich.
- Strikte Trennung der Förderdaten sowie Beleihungsunterlagen vom Schrift- und Datengut der Landesbank; Zugriff auf EDV-Daten nur durch Mitarbeiter des Förderinstituts.
- Räumliche Trennung der Geschäftsräume.
- Selbständiger Jahresabschluß des Förderinstituts mit gesonderter Abschlußprüfung.
- Eigenes Aufsichtsgremium, dem nicht nur Vertreter der beteiligten Ministerien, sondern i.d.R. auch Vertreter aller Bankengruppen angehören.

H. Bedeutung von „europäischen Regionen“ für die Umsetzung von Förderung

Das notwendige Spiegelbild zur Herausbildung zentraler europäischer Verantwortung ist die in fast allen EU-Staaten zu beobachtende Stärkung der „Regionen“ als dezentrale staatliche Einheit. Die Vielfalt der Regionen wird dabei als Entwicklungschance angesehen.¹¹ Die Bundesländer als Region und ihre Teilregionen werden zunehmend Partner der Europäischen Union. Um diesen Prozeß zu unterstützen, bedarf es einer Stärkung regional verantworteter Strukturpolitik. Allerdings muß bei der Förderung kleiner und mittlerer Unternehmen die Förderpolitik vom Nationalstaat bzw. dem betreffenden Bundesland bestimmt werden. Soweit die Europäische Union hierfür Mittel zur Verfügung stellt, wird sie aber über dessen Verwendung mitbestimmen wollen. Subsidiaritätsprinzip, Effizienz und Transparenz der Förderung sprechen dafür, trotz Mittelbereitstellung durch die Europäische Union die Administration der Mittel den bewährten nationalen Institutionen zu überlassen. Hierbei müssen auch regional unterschiedliche Strukturen Berücksichtigung finden, so daß vorzugsweise die Förderinstitute der Bundesländer mit der Abwicklung dieser Förderung betraut werden sollten.

¹¹ Vgl. Schäfer, W. (1998), S. 138.

I. Erhöhung der Transparenz der Förderung durch Einschaltung zentraler Mittler auf "regionaler" Ebene

Der gesamte Förderdschungel kann letztendlich nur gelichtet werden, wenn die *notwendigen* Förderintermediäre (wie z. B. Hausbanken, Kammern, Technologieberatungszentren) auf regionaler Ebene zentrale Ansprechpartner bekommen. Unter Effizienzgesichtspunkten sollte die Programmabwicklung grundsätzlich in „einer Hand“ in der Region gebündelt werden. Für die Bundesrepublik Deutschland wären dies auf Landesebene die jeweiligen Landesförderinstitute. Die Informationskosten für die am Förderverfahren beteiligten Wirtschaftssubjekte könnten hierdurch minimiert werden.

Literaturverzeichnis

Ebke, K., Landesbanken gewährleisten Wettbewerbsneutralität, in: Handelsblatt vom 17.9.1997, S. 27.

Frey, B.S., Theorie der Wirtschaftspolitik, München 1981.

Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Wirtschafts- und Sozialforschung (WSF), Mittelstandsförderung in Deutschland – Konsistenz und Transparenz sowie Ansatzpunkte für Verbesserungsmöglichkeiten, Essen/Kerpen 1996.

Rümker, D., LB Kiel - Partner der öffentlichen Hand, in: Der langfristige Kredit 6/97.

Sauer, H.D., Brüsseler Einflüsse auf das deutsche Fördergeschäft, in: Der langfristige Kredit 6/97.

Schäfer, W., Integrierte Investitionsbank - die beste Lösung, in: Der langfristige Kredit 5/98.

Wesierski, B., Wirtschaftsförderung in Deutschland - Staatliche Hilfen mit öffentlichen-Banken, in: Der langfristige Kredit 6/94.

Fremdkapitalfinanzierung in Großbritannien und Deutschland – werden kleinere und mittlere Unternehmen diskriminiert?

Von Michael Tholen

A. Einleitung

In unregelmäßigen Abständen wird in der Bundesrepublik seitens Politik und Wirtschaft die Notwendigkeit betont, klein- und mittelständischen Unternehmen Risikokapital zur Verfügung zu stellen, um deren Finanzierungsnachteile am Kreditmarkt im Rahmen der Fremdkapitalbeschaffung zu mindern. Im gleichen Atemzug wird den Banken vorgeworfen, diese Unternehmensgrößenklasse durch überzogene Risikoscheu in ihrer Investitionstätigkeit zu behindern. Im folgenden sollen daher kurz die Verhaltensweisen der Banken sowie der Nachfrager am Kreditmarkt dargestellt und betrachtet werden, ob die o.g. Vermutung gerechtfertigt erscheint. Dieser Untersuchungsgegenstand weist zudem einen „Synergieeffekt“ zu einem anderen Feld auf.

Seit einiger Zeit wird die Diskussion um die Art und Richtung des monetären Transmissionsmechanismus insbesondere in der amerikanischen Literatur neu belebt.¹ Unvollkommene Finanzmärkte im allgemeinen und ein unvollkommener Kreditmarkt im besonderen, so wird vermutet, lassen die Geldpolitik selektiv wirken: klein- und mittelständische Unternehmen sind von restriktiven geldpolitischen Maßnahmen besonders intensiv betroffen.

Zudem vermuten Gruber und Ohr, daß in den europäischen Ländern unterschiedliche Transmissionsmechanismen vorherrschen, die z.B. auf die verschiedenen Bankensysteme zurückzuführen sind. Als Beispiel nennen sie Großbritannien und Deutschland.²

Ergänzend zur „Benachteiligungsvermutung“ klein- und mittelständischer Unternehmen sollen daher die Gründe für eine mögliche selektive Wirkung der

¹ Eine Diskussion mit verschiedenen Autoren findet sich z.B. im Journal of Economic Perspectives, 4/1995.

² Gruber, T., Ohr, R., Common European Monetary Policy with Different Financial Structures, in: Intereconomics 1-2/1997, S. 3-7, hier: S. 3, und die dort angegebene Literatur.

Geldpolitik aufgezeigt und mit empirischen Studien unterlegt werden. Vor dem Hintergrund der Darstellung von Gruber und Ohr beziehen sich die Untersuchungen auf Großbritannien und die Bundesrepublik.

B. Transmissionsmechanismen als Wirkungsketten zwischen monetärer und realer Sphäre

In monetären Transmissionsmechanismen werden die Auswirkungen einer geldpolitischen Maßnahme auf die reale Wirtschaft nachvollzogen. Grundsätzlich werden dabei vermögentheoretischer und kredittheoretischer Mechanismus unterschieden.³ Vereinfacht ausgedrückt werden im vermögentheoretischen Mechanismus die monetären Impulse durch Veränderungen der relativen Preise der Bestandsgüter in die reale Sphäre übertragen. Der Kreditmarkt wird als gegeben hingenommen und dient dazu, im Rahmen der Vermögensumstrukturierung Liquiditätsengpässe auszugleichen; daher fällt ihm allenfalls eine Rolle als „Beiprodukt“ zu.⁴ Den Schwerpunkt der Betrachtung bildet jedoch das neue Bestandsgleichgewicht zwischen den unterschiedlichen Aktiva nach vollzogener Anpassung.⁵

Im traditionellen kredittheoretischen Mechanismus erfolgt die Übertragung durch die Beeinflussung von Mengen- oder Preisbestandteilen auf dem Kreditmarkt. Über die Steuerung der Zinssätze bzw. der Bankenliquidität soll die Zentralbank die reale Nachfrage beeinflussen. Je höher die Zinssätze, desto geringer ist z.B. *ceteris paribus* der Barwert eines Investitionsprojektes. Ein Anstieg der Zinssätze am Kreditmarkt wirkt nach dieser Vorstellung restriktiv.

Sowohl im vermögens- als auch im kredittheoretischen Mechanismus wird angenommen, daß alle Wirtschaftssubjekte gleichermaßen betroffen sind; die Geldpolitik wirkt somit global.

Neuere Ansätze („Credit-Channel“) betonen ebenfalls die Rolle des Kredites innerhalb des Transmissionsmechanismus. Freilich wird davon ausgegangen, daß auf dem Kreditmarkt Informationsasymmetrien vorherrschen; der Aspekt unvollkommener Informationen erhält hier eine besondere Bedeutung.⁶ Neben

³ Ein Überblick über die verschiedenen Transmissionsmechanismen findet sich z.B. bei Duwendag, D. et al. (1993), *Geldtheorie und Geldpolitik*, Köln, S. 216 ff.

⁴ Ders., S. 279.

⁵ Ebenda.

⁶ Ein kurzer Überblick der neueren Ansätze findet sich z.B. bei Illing, G. (1997), *Theorie der Geldpolitik*, Berlin u.a., S. 145 ff. Selektive Effekte der Geldpolitik auf die Struktur im Bankenbereich untersuchte bereits Seja. Vgl. Seja, J. (1983), *Selektive Effekte der global orientierten Geldpolitik der Deutschen Bundesbank auf die Marktstruktur im Bankensektor*, Frankfurt/Main u.a.

den finanziellen Faktoren werden zudem nichtfinanzielle Faktoren betrachtet, die sich im Rahmen der Kreditvergabe unterschiedlich auf die Konditionen der Marktteilnehmer auswirken. Dabei lassen sich unterschiedliche Ansätze innerhalb des Credit Channel unterscheiden.

Einige Ansätze betonen den Einfluß der Banken innerhalb der Kreditvergabe. Überlegungen gemäß dem Credit View setzen flexible Zinssätze voraus; ein neues Gleichgewicht bildet sich dann durch Zinssteigerungen, die das Niveau der Kreditnachfrage senken. Kreditrationierungsansätze betonen dagegen, daß der Preismechanismus aufgrund von Rigiditäten versagt, obwohl sich alle Teilnehmer mikroökonomisch rational verhalten.⁷ Ein neues Gleichgewicht bildet sich dann nicht durch Preis-, sondern durch Mengenanpassungen. Kreditrationierung wird damit begründet, daß ab einem bestimmten Zinsniveau ein höherer Zinssatz zwar einerseits einen zusätzlichen Ertrag für die Bank einbringt, andererseits jedoch die erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit des Kredites ebenfalls ansteigt. Im Optimum entsprechen sich zusätzlicher Ertrag und Ausfallwahrscheinlichkeit; hier ist der für die Bank optimale Zinssatz erreicht.

Der Balance-Sheet-Ansatz betont weniger das Bankenverhalten, sondern zielt auf den Wert des internen Nettovermögens der Kreditnehmer ab. Es wird angenommen, daß sich durch den Zinsanstieg der Wert dieses Vermögens verringert.⁸ Dies wiederum wirkt sich indirekt auf die Kreditwürdigkeit dieser Unternehmen aus, da im Rahmen der Kreditvergabe weniger Sicherheiten zur Verfügung stehen. Die Kreditnehmer müssen entweder einen höheren Zinssatz zahlen oder werden bei der Kreditvergabe gar nicht oder nur teilweise bedient.

Die Finanzierungseffekte schlagen sich in allen Credit-Channel-Ansätzen in der realen Investitionstätigkeit nieder. Aufgrund der Bedeutung des Kreditmarktes in diesen Modellen soll im folgenden das Verhalten der Marktteilnehmer auf diesem Markt näher betrachtet werden.

⁷ Mittlerweile haben sich unterschiedliche Ansätze der Kreditrationierung gebildet, die teilweise zu recht unterschiedlichen Ergebnissen kommen. Einen Überblick gibt z.B. der Beitrag von Jaffee, D., Stiglitz, J. (1990), Credit Rationing, in: Friedman, B.M./Hahn, F.H. (Hrsg.), Handbook of Monetary Economics, Vol. 2, Amsterdam, S. 837-887.

⁸ Der Ansatz zielt inhärent auf das Substitutionsverhältnis zwischen festverzinslichen Wertpapieren und Aktien. Im Falle eines Zinsanstiegs werden die Anleger entsprechende Umschichtungen vornehmen, was sich negativ auf die Aktienkurse niederschlagen wird. Die Unternehmen müssen dann z.B. entsprechende Neubewertungen ihrer Firmenanteile vornehmen.

C. Der Kreditmarkt

Der Kreditmarkt weist im Gegensatz zu den meisten anderen Märkten eine Besonderheit auf: Die Leistungen der beiden Vertragspartner fallen zeitlich auseinander. Die Bank vergibt einen Kredit an den Kunden, wobei die Kreditentscheidung unter Unsicherheit fällt: Das Kreditinstitut weiß nicht, ob der Kunde diese Summe jemals wieder zurückzahlt, da dessen Verhalten nach der Kreditvergabe nicht exakt beobachtbar ist.⁹ Die Bank trägt somit ein Ausfallrisiko. Um dieses Risiko zu minimieren, wird die Bank nur dann einen Kredit vergeben, wenn sie entsprechende Informationen über die Bonität des Kunden erhält. Ein Vertragsabschluß kommt im Regelfall zustande, wenn die Kreditsumme wenigstens teilweise mit Sicherheiten unterlegt ist, der Kunde somit einen Teil des Ausfallrisikos übernimmt.¹⁰ Während der Kreditbetrag für sich genommen ein homogenes Gut darstellt, werden die Kreditbedingungen und abverlangten Kreditsicherheiten von Bank zu Bank differieren. Der Kreditvertrag kann somit als heterogenes Gut angesehen werden.¹¹

I. Kreditnachfrage

Haushalte, Unternehmen und Staat aus dem In- und Ausland kommen als Kreditnachfrager in Betracht. Die Motive für die Kreditnachfrage sind höchst unterschiedlich. Im folgenden wird ausschließlich auf die Unternehmensnachfrage eingegangen, wobei charakteristische Finanzierungsmerkmale der unterschiedlichen Unternehmensgrößenklassen im Mittelpunkt stehen.

Als Motive für die Aufnahme von Fremdkapital können z.B. Sach- und Vorratsinvestitionen oder die Finanzierung kurzfristiger Betriebsmittel angesehen

⁹ Zwar kann die Bank im Kreditvertrag die Bestimmung des Kredites zweckgebunden festlegen; jedoch wird sie nicht unmittelbar beobachten können, ob ein Unternehmen nach Kreditabschluß eine riskantere Geschäftsstrategie ausübt. Ein guter Überblick über die Probleme asymmetrischer Informationen findet sich z.B. bei Franke, G., Hax, H. (1995), Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, S. 409 ff.

¹⁰ Vgl. Schierenbeck, H. (1993), Ertragsorientiertes Bankmanagement, Wiesbaden, S. 257 ff.

¹¹ Vgl. z.B. Dale, S., Haldane, A., (1993), Bank Behaviour and the Monetary Transmission Mechanism, in: Bank of England Quarterly Bulletin, S. 478-491, hier: S. 480; anders: Gischer, der dem Bankkredit den Charakter eines homogenen Gutes zuweist; demnach unterscheiden sich nicht die Kreditsumme, sondern die Qualität der einzelnen Ausfallrisiken. Vgl. Gischer, H. (1995), Zinsdifferenzen, Verhandlungsfähigkeit und Bankenwettbewerb auf einem unvollkommenen Kreditmarkt, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Stuttgart, S. 532-556, hier: S. 537.

werden. Zudem werden externe Mittel zur Deckung vorübergehender Liquiditätsschwächen aufgenommen.¹²

Kleinen Unternehmen stehen im Rahmen der Fremdkapitalbeschaffung kaum Alternativen zum Bankkredit zur Verfügung. Sie verfügen zudem im Regelfall lediglich über wenige Bankverbindungen. Typisch für kleine Unternehmen ist die „Einbankverbindung“: Alle Bankgeschäfte werden von einer Hausbank durchgeführt.¹³ Infolgedessen ist die Markttransparenz relativ gering. Im Regelfall werden gemessen am Absolutvolumen relativ kleine Kreditbeträge aufgenommen. Die Kreditverträge sind daher standardisiert; es besteht kaum Verhandlungsspielraum im Rahmen der Zinsverhandlungen mit der Bank.¹⁴

Anders ist die Situation im Bereich der großen Unternehmen. Sie verfügen nicht nur über mehrere nationale Bankverbindungen, sondern agieren wegen ihrer oftmals weltweiten Geschäftsbeziehungen auch international. Aufgrund ihres relativ hohen Finanzbedarfs und den damit verbundenen Skalenerträgen unterhalten zudem viele Großunternehmen eigene Finanzabteilungen, die sich ausschließlich mit der Situation an den Finanzmärkten beschäftigen. Somit sind Großunternehmen relativ gut über die Preisspielräume am Kreditmarkt informiert. Hinzu kommt, daß geratete Großunternehmen Alternativen zum Bankkredit haben.¹⁵ Durch die Liberalisierung der Finanzmärkte und der damit verbundenen zunehmenden Gründung entsprechender Sekundärmärkte steht ihnen der Zugang zum Kapitalmarkt offen. Sie können somit eigene Papiere wie z.B. Commercial Paper mit unterschiedlichen Laufzeiten und Bedingungen emittieren, was ihnen grundsätzlich eine nicht unbedeutende Verhandlungsposition im Rahmen der Kreditverhandlungen mit den jeweiligen Banken einbringen dürfte.¹⁶

¹² Vgl. Duwendag, D. a.a.O., S. 279. Aus den Motiven wird deutlich, daß die Nachfrage nach Fremdkapital nicht nur von unternehmensindividuellen Aspekten bestimmt wird. So wird z.B. innerhalb des Konjunkturzyklus in einer Abschwungphase die Nachfrage nach Investitionsgütern zurückgehen, dagegen dürfte die Fremdkapitalnachfrage aus dem Motiv der Deckung von Liquiditätsschwächen zunehmen.

¹³ Vgl. Quack, S., Hildebrandt, S. (1995), Das Geheimnis der Banken, Wissenschaftszentrum Berlin, S. 5.

¹⁴ Siehe Geigant, F. (1986), Banken, in: Oberender, P., Marktstruktur und Wettbewerb, S. 537-576, hier: S. 563.

¹⁵ Theoretisch könnten sich auch kleine und mittlere Unternehmen raten lassen, jedoch werden die Ratingkosten die eingesparten Finanzierungskosten aufgrund des relativ geringen Finanzbedarfs dieser Größenklasse übersteigen.

¹⁶ Der Umfang der Commercial-Paper findet sich in den Beiheften zum Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Reihe Kapitalmarktstatistik, S.40.

II. Kreditangebot

Banken nehmen in der Volkswirtschaft eine Sonderstellung ein. Sie agieren als Vermittler zwischen Kapitalgebern und -nehmern. Innerhalb des Intermediationsprozesses transformieren sie unterschiedliche Losgrößen, Fristen und Risikostrukturen.¹⁷ Im Rahmen der Transformationsprozesse produzieren sie private Informationen, um z.B. das Risiko des Kreditausfalls zu minimieren.¹⁸ Aufgrund dieser „Spezialistenrolle“ fallen ihnen entsprechende Skalenerträge zu. Hier wird ein wesentlicher Unterschied im deutschen und britischen Finanzsystem deutlich. Im Universalbankensystem der Bundesrepublik dürfen die Banken neben dem Depositen- und Kreditgeschäft eine Vielfalt von Geschäften abwickeln. In Großbritannien hingegen müssen sich die Banken im Rahmen des Trennbankensystems auf eine Geschäftsart beschränken.

Betrachtet man die Zahl der Kreditinstitute in den Industrieländern, so ist eine deutliche Konzentration festzustellen.¹⁹ Die einzelnen Sparkassen sowie die Kreditgenossenschaften in der Bundesrepublik arbeiten zudem jeweils in einem Verbund untereinander zusammen. Daher sowie aufgrund der Heterogenität des Gutes Kredit kann nicht von einem vollkommenen Kreditmarkt ausgegangen werden, der den Anbietern preis- und produktpolitische Spielräume eröffnet.²⁰

Für die Preiskalkulation sei folgendes folgendes Kalkulationsschema angenommen²¹

$$\text{Zins} = \text{Einstandskosten} + \text{Verwaltungskostenzuschlag} + \text{Risikozuschlag} \\ + \text{Gewinnzuschlag}$$

Die Preisgestaltung soll im folgenden auf die Kredite an Unternehmen unterschiedlicher Größenordnung angewandt werden.

¹⁷ Vgl. z.B. Geigant, F., a.a.O., S. 572.

¹⁸ Büschgen spricht in diesem Zusammenhang von der Informationstransformation. Vgl. Büschgen, H. (1993), Bankbetriebslehre, Wiesbaden, S.19.

¹⁹ Vgl. auch „Kartellamt erwartet weitere Bankfusionen“, in: Hannoversche Allgemeine Zeitung v. 02.01.1998. Zur Entwicklung der Zahl der Kreditinstitute in der Bundesrepublik vgl. z.B. Beihefte zum Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Reihe Bankenstatistik, S. 104. Ein kurzer Überblick über das britische Finanzsystem findet sich z.B. bei Gruber, T., Ohr, R., a.a.O.

²⁰ Vgl. z.B. Geigant, F., a.a.O., S. 563 sowie Büschgen, H., a.a.O., S.538, die beide von oligopolistischen Strukturen auf dem Kreditmarkt ausgehen. Lang ermittelte jedoch empirisch, daß im bundesdeutschen Bankenbereich nicht oligopolistische Strukturen, sondern die Marktform des monopolistischen Konkurrenz vorherrschend sei. Vgl. Lang, G. (1996), Wettbewerbsverhalten deutscher Banken, in: Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften 1/97, S. 21-38.

²¹ Vgl. Größl-Gschwendtner, I. (1993), Kreditrationierung: Mikroökonomische Begründung und makroökonomische Konsequenzen, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 1-2/1993, S. 120-139, hier: S. 127.

Die „Einstandskosten“ werden für alle Kreditgrößenklassen identisch sein. Unter die Verwaltungskosten fallen z.B. die Kosten der Kreditwürdigkeitsprüfung: Je höher der Informationsaufwand für die Bank und desto geringer die Kreditsumme, desto höher dürfte aufgrund des Fixkostencharakters der Verwaltungskosten der entsprechende Zuschlag sein.²² Typischerweise werden kleinen Unternehmen zur Finanzierung tendenziell relativ geringe Kreditsummen aufnehmen.

Anders sieht die Situation bei größeren Unternehmen mit relativ hohem Finanzbedarf aus. Je nach konkreter Unternehmensgröße müssen sie vergleichsweise viele Informationen über ihren Geschäftsablauf veröffentlichen.²³ Diese Informationen sind frei zugänglich, haben somit de facto den Charakter eines öffentlichen Gutes.²⁴

Das Ausfallrisiko einer Forderung dürfte für gering diversifizierte kleine Unternehmen im Regelfall höher sein als in großen Unternehmen, die in mehreren Geschäftsfeldern tätig sind und daher Liquiditäts- und Bonitätsrisiken besser kompensieren können.²⁵ Aufgrund der relativ hohen Bedeutung auf regionaler oder nationaler Ebene kann ein Großunternehmen eher staatliche Hilfestellung erwarten als ein relativ unbedeutendes kleines Unternehmen.²⁶ Es kann im allgemeinen angenommen werden, daß eine Bank kleinen Unternehmen eine höhere Risikoprämie zurechnen wird als großen Unternehmen. Sowohl große als auch kleine Unternehmen können jedoch den Risikozuschlag senken, wenn sie

²² Es wird von Banken beklagt, daß die von der Bank geprüften notwendigen Kreditunterlagen kleiner Unternehmen im Regelfall unzureichend seien. Das gilt sowohl für die (vergangenheitsorientierten) Jahresabschlußunterlagen als auch für die (zukunftorientierten) Planungsunterlagen. Öffentliche Informationen stehen aufgrund der geringen Publizitätspflichten kaum zur Verfügung. Die Bank wird somit für kleine Unternehmen einen in Relation zum Kredit relativ hohen Verwaltungsaufwand haben. Vgl. z.B. Kaufmann, F. (1996), Beteiligungskapital für kleine und mittlere Unternehmen, in: Bankarchiv 5/1996, S. 348-352, hier: S. 351.

²³ So sind z.B. in der Bundesrepublik die Informationsverpflichtungen im Rahmen der Rechnungslegung im Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz) vom 15. August 1969, in: Bundesgesetzblatt III 4120-7, zuletzt geändert durch Gesetz vom 28.10.1994, BGBl.I S. 3210 sowie im Handelsgesetzbuch, zuletzt geändert durch Gesetz vom 28.10.1994, BGBl.I S. 3210, aufgeführt.

²⁴ Im Regelfall sind die Informationen ohne großen Aufwand über die einschlägigen Medien zu erhalten. Größere Banken verfügen im allgemeinen über entsprechende Abteilungen, die diese Informationen auswerten.

²⁵ Vgl. Gertler, M., Gilchrist, S. (1993), The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism, in: Scandinavian Journal of Economics, S. 43-64, hier: S. 49.

²⁶ Vgl. Albach, H., Die Bedeutung mittelständischer Unternehmen, in: Institut für Mittelstandsforschung, ifm-Mitteilungen 4/1983, S. 14.

entsprechende Sicherheiten zur Verfügung stellen und damit signalisieren, daß sie sich am Ausfallrisiko der Bank beteiligen.²⁷

Wie oben erwähnt, ist die Verhandlungsmacht kleiner Unternehmen i.d.R. relativ schwach, sie weisen daher im Vergleich zu großen Unternehmen im allgemeinen eine verhältnismäßig unelastische Nachfrage auf. Banken können also auf dem unvollkommenen Kreditmarkt ihre Gewinnzuschläge differenzieren: Kleinen Unternehmen kann ein höherer Gewinnzuschlag berechnet werden als großen Unternehmen.²⁸ Die Bank wandelt in diesem Fall Konsumenten- in Produzentenrente um.²⁹

Neben der Differenzierung unterschiedlicher Gewinnzuschläge kann das Instrument der Preisdifferenzierung auch auf die gesamte Preisgestaltung angewandt werden, da der Kunde nicht die einzelnen Bestandteile des Kreditzinses beobachten kann, sondern lediglich den gesamten Zinssatz.

Aus den preispolitischen Betrachtungen wird unter besonderer Berücksichtigung der Risikoprämie deutlich, daß die Bank sich ein zusätzliches Risiko entgelten läßt. Risiko und Prämie sind somit positiv korreliert: die Bank verhält sich risikoneutral.

Die Gegenposition dagegen sagt aus, daß Banken nicht bereit sind, bei einem zusätzlichen Risiko auch gegen eine entsprechende Prämie Kredit zu vergeben. Das Kreditinstitut ist hier risikoscheu.

Die Risikonormierung besagt schließlich, daß Banken bis zu einer bestimmten subjektiv festgelegten Risikoobergrenze bereit sind, gegen eine zusätzliche Prämie zusätzliche Risiken einzugehen. Dieser Ansatz stellt somit einen „Kompromiß“ dar.³⁰

Der Credit-View-Ansatz läßt sich prinzipiell erklären mit Risikoneutralität sowie eingeschränkt mit der Risikonormierung.

Die Bank wird dagegen ihr Angebot im Falle der Risikoscheu limitieren und somit die Nachfrage rationieren, wenn das Kreditrisiko mit steigendem Volumen ansteigt. Im Falle der Neutralität wird rationiert, wenn die zusätzliche Prämie unterhalb des zusätzlichen Ausfallrisikos liegt.

²⁷ Vgl. Bester, H. (1987), Die Anreizfunktion von Kreditsicherheiten, in: Schneider, D. (Hrsg.), Kapitalmarkt und Finanzierung, Berlin, S. 225-235, hier: S. 226.

²⁸ Mathematisch läßt sich dies anhand der Amoroso-Robinson-Formel erläutern. Vgl. z.B. Varian, H. (1995), Grundzüge der Mikroökonomik, München, S. 410.

²⁹ Genau genommen handelt es sich um Preisdifferenzierung dritten Grades mit entsprechenden Umverteilungseffekten, die mit einem Wohlfahrtsverlust verbunden ist, vgl. hierzu Wied-Nebbling, S. (1997), Markt- und Preistheorie, Berlin u.a., S. 61.

³⁰ Einen Überblick über die Verhaltensweisen der Bank hinsichtlich der Risikopolitik findet sich bei Büschgen, H. (1993), S. 815 ff.

In der Realität betreiben die Banken Produktdifferenzierung. Die preispolitischen Spielräume werden hierdurch erweitert, da die Markttransparenz für die Nachfrager nur eingeschränkt vorhanden ist. Wie oben erwähnt, werden kleinen Unternehmen i.d.R. Standardkreditverträge angeboten. Großunternehmen erhalten im allgemeinen „maßgeschneiderte“ Verträge.³¹

Zudem fällt die Beratungsqualität bzw. -intensität unterschiedlich aus. Während große Unternehmen auf von der Bank erstellte Marktanalysen zurückgreifen können, werden die kleinen Unternehmen in der Regel mit einer geringeren Informationsintensität beraten.³²

Die Ausführungen deuten darauf hin, daß auf dem (Gesamt-) Kreditmarkt unterschiedliche Marktsegmente existieren, die hinsichtlich Preis und Qualität differenziert werden können. Im folgenden soll der empirische Gehalt dieser theoretischen Überlegungen anhand von Studien dargestellt werden.

D. Kreditmarkt und Unternehmensgröße: einige empirische Ergebnisse

Im Rahmen der empirischen Darstellung können zweierlei Arten von Untersuchungsansätzen unterschieden werden. Ansätze,

- a) die lediglich untersuchen, ob klein- und mittelständischen Unternehmen Finanzierungsnachteile auf dem Kreditmarkt erfahren
- b) die Art des Transmissionsmechanismus vom monetären Impuls bis zur realen Auswirkung analysieren.

I. Großbritannien

In Anlehnung an eine Arbeit von Gertler und Gilchrist in den USA untersuchten Ganley und Salmon, ob nach einem monetären Schock kleine Firmen einen überproportional hohen Anteil am Rückgang des aggregierten Outputs hätten.³³ Untersucht wurde die Reaktion von 24 Branchen des Verarbeitenden Gewerbes in Großbritannien für den Zeitraum von 1992 - 1995 auf unerwartete

³¹ So können z.B. für den Kreditnehmer vorteilhafte steuerliche Aspekte im Rahmen der Vertragsgestaltung berücksichtigt werden.

³² Vgl. Quack, S., Hildebrandt, S., a.a.O., S. 19.

³³ Ganley, J., Salmon, C., (1996), *The Industrial Impact of Monetary Policy*, in: *Bank of England Quarterly Bulletin*, S. 288-293. Gerter, M., Gilchrist, S. (1994), *Monetary Policy, Business Cycles, and the Behaviour of Small Manufacturing Firms*, in: *Quarterly Journal of Economics*, S. 309-340.

geldpolitisch restriktive Aktivitäten der Bank of England. Als Output-Indikator diente der jeweilige sektorale Beitrag der einzelnen Branchen zum nationalen Bruttoinlandsprodukt.

Methodisch verwendeten sie dabei ein Vektorautoregressionsmodell (VAR).³⁴ Aufgrund der unzureichenden Datenlage in Großbritannien wurde als Proxy zur Darstellung der (tendenziellen) Unternehmensgrößen ein Konzentrationskoeffizient gewählt.³⁵ Anhand des Anteils der jeweils fünf größten Unternehmen der einzelnen Branchen am Output wurden Rückschlüsse auf die Größe aller Unternehmen im Sektor gezogen. Inhärent wurde dabei davon ausgegangen, daß Konzentrationsgrad und Zahl der kleinen Unternehmen negativ korrelieren.

Es zeigte sich, daß die Branchen mit ihrem Output signifikant unterschiedlich auf die Maßnahmen reagierten.³⁶ In Branchen mit hoher Wirtschaftskonzentration sank der Output am geringsten, während in relativ gering konzentrierten Branchen ein verhältnismäßig starker Rückgang zu beobachten war.³⁷ So war in der relativ hoch konzentrierten Textilindustrie ein durchschnittlicher maximaler Outputrückgang von - 1,3% zu beobachten, in der relativ gering konzentrierten Lederindustrie dagegen maximal - 2,4%. Die Autoren sehen die Ergebnisse von Gertler und Gilchrist als nicht widerlegt an und gehen von einem selektiven Effekt der Geldpolitik auf die unterschiedlichen Unternehmensgrößenklassen aus, in denen kleine Unternehmen gegenüber Großunternehmen Finanzierungsnachteile aufweisen.

II. Bundesrepublik Deutschland

Im Gegensatz zu Großbritannien beruhen die deutschen Untersuchungen auf der Betrachtung der finanziellen Ebene.

Winker untersuchte mit einem ökonometrischen Schätzansatz anhand von ifo-Paneldaten aus dem Konjunktur-, Investitions- und Innovationstest für den Zeitraum 1984-1986, ob kleine Unternehmen stärker von Kreditrationierung betroffen sind als große Firmen.³⁸ Als Indikator für die Unternehmensgröße

³⁴ Eine allgemeine Darstellung dieses Ansatzes findet sich z.B. bei Maddala, G.S. (1992), *Introduction to Econometrics*, New York u.a., S. 577 ff.

³⁵ Zur Kritik am Maß des Konzentrationskoeffizienten (concentration ratio) als aussagefähiges Konzentrationsmaß vgl. z.B. Schenk, H-O. et al. (1984): *Die Konzentration im Handel*, Berlin, S. 146 f.

³⁶ Vgl. Ganlay, J., Salmon, C., a.a.O., S. 293 f.

³⁷ Ebenda.

³⁸ Winker, P. (1993), *Firmenalter und Kreditrationierung*, in: ifo-Studien, S. 103126, hier: S. 126. Wie der Titel der Arbeit aussagt, wollte Winker die Wahr-

diente die Zahl der Beschäftigten. Die angegebenen Finanzierungsrestriktionen beruhen auf den subjektiven Antworten in den jeweiligen Fragebögen. Untersucht wurden die beiden Branchen Maschinenbau und Elektrotechnik. Durch einen entsprechenden ökonomischen Schätzansatz kam Winker zu dem Ergebnis, daß Firmengröße und Finanzierungsbereitschaft positiv miteinander korrelieren: mit zunehmender Unternehmensgröße sinkt die Wahrscheinlichkeit der Kreditrationierung.³⁹

In einer Expertise für das Bundeswirtschaftsministerium analysieren das ifo-Institut sowie das Institut für Wirtschaftsforschung die Finanzierungsprobleme industrieller mittelständischer Unternehmen in Ostdeutschland.⁴⁰ Als Indikator der Unternehmensgröße diente auch hier die Zahl der Beschäftigten. In der durchgeführten Umfrage wurde deutlich, daß 54% der Unternehmen in der Größenklasse von 20 bis weniger als 200 Beschäftigten Probleme hatten, einen langfristigen Kredit zu erhalten, während dies bei Unternehmen mit weniger als 20 sowie 200 und mehr Beschäftigten lediglich 30% bzw. 18% waren.⁴¹ Dieses Ergebnis deutet somit nicht darauf hin, daß kleine Unternehmen grundsätzlich bei der Kreditvergabe von Banken benachteiligt sind.

Im Gegensatz zu den beiden vorgestellten Studien betrachtet Stöß die Auswirkungen einer restriktiven monetären Maßnahme auf die Entwicklung der Bankkredite sowie die Investitionstätigkeit von Unternehmen.⁴² Anhand von Daten der Unternehmensbilanzstatistik werden Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes unterschiedlicher Größenklassen und Rechtsformen analysiert. Als Indikator für die Abgrenzung der Unternehmensgröße dient das Umsatzvolumen. Relevant sind die geldpolitisch restriktiven Phasen 1978-1982 sowie 1988-1993. Untersucht werden in einem deskriptiven Ansatz unterschiedliche Finanzierungs- und Investitionskennziffern. Stöß kommt zu dem Ergebnis, daß kleine Unternehmen weder in der finanziellen noch in der realen Sphäre Nachteile gegenüber großen Unternehmen ausgesetzt sind, da die entsprechenden

scheinlichkeit der Rationierung von jungen Unternehmen untersuchen. Als Proxy für das Firmenalter verwendet er jedoch die Firmengröße. Zur Problematik dieses Vorgehens vgl. Harhoff, D. u.a. (1996): Innovationsaktivitäten kleiner und mittlerer Unternehmen, Baden-Baden, S. 79. Winker verwendet einen Logit-Ansatz. Betrachtet werden 858 Firmen aus dem Bereich der Elektrotechnik und 536 Firmen aus dem Sektor Maschinenbau.

³⁹ Vgl. Winker, P. (1995), S 119.

⁴⁰ Hummel, M. et al. (1994), Finanzierungsprobleme kleiner und mittlerer Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft in den neuen Bundesländern, München. Die Daten wurden deskriptiv ausgewertet. Die Untersuchung erfolgte primär aus strukturpolitischen Gründen.

⁴¹ Vgl. Hummel, M. et al., a.a.O., S. 116.

⁴² Stöß, E. (1996), Die Finanzierungsstruktur der Unternehmen und deren Reaktion auf monetäre Impulse, Diskussionspapier 9/96, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank.

Kennziffern in den Zeiträumen sich weitgehend gleichläufig entwickelten. Aufgrund der unzureichenden Datenbasis schließt Stöß jedoch auch größenspezifische Prämien bzw. Mengenrationierung der Kreditnachfrage nicht gänzlich aus.⁴³

E. Fazit

Aufgrund der unterschiedlichen und zum Teil divergierenden Ergebnisse lassen sich mit Blick auf die These der Benachteiligung kleiner Unternehmen am deutschen Kreditmarkt keine eindeutigen Schlußfolgerungen ziehen. Die Bewertung der Risikokapitalbereitstellung für kleine und mittelständische Unternehmen muß daher offen bleiben. Als wesentliche Ursache für das Ergebnis kann die unzureichende Datenlage angesehen werden. Es erscheint wünschenswert, die amtlichen Statistiken um entsprechende Daten zu ergänzen, um eindeutige, zumindest signifikantere Ergebnisse zu erhalten. Vor dem Hintergrund der angespannten Lage am Arbeitsmarkt und der Tatsache, daß ca. 40% der Erwerbstätigen in Unternehmen mit bis zu 49 Beschäftigten tätig sind, besteht in dieser Hinsicht weiterer Forschungsbedarf.⁴⁴

Das gleiche Ergebnis läßt sich hinsichtlich der Differenzierung des Transmissionsmechanismus in Großbritannien und der Bundesrepublik feststellen. Hier lassen sich bezogen auf den Untersuchungsgegenstand Transmissionsmechanismus nur die Ergebnisse von Stöß und Ganley/Salmon vergleichen.

Die britische Untersuchung deutet auf selektive Effekte der Geldpolitik hin. Kleine Unternehmen scheinen stärker von geldpolitischen Maßnahmen betroffen zu sein als große. Angemerkt sei jedoch, daß die Datenbasis in Großbritannien als noch unzureichender anzusehen ist als in Deutschland, wo zumindest teilweise disaggregierte Daten vorhanden sind. Das Ergebnis ist daher mit einem großen Fragezeichen zu versehen. Es erscheint innerhalb des methodischen Ansatzes sinnvoll, spezifische strukturelle Einflüsse wie z.B. den unterschiedlichen Wettbewerbsdruck sowie Aspekte wie Kapital- bzw. Arbeitsintensität der einzelnen Branchen näher zu betrachten.

Die bundesdeutschen Untersuchungen von ifo und Winker betrachten nicht den vollständigen Transmissionsmechanismus, sondern lediglich nachgelagerte Stufen. Der Impuls einer geldpolitischen Maßnahme wird ebenso wenig diskutiert wie die realen Auswirkungen. Aus den beiden vorgestellten Studien kann

⁴³ Vgl. Stöß, E, a.a.O., S. 50.

⁴⁴ Vgl. hierzu Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (1997): IAB-Kurzberichte 6/97, S. 6.

nicht eindeutig geschlossen werden, ob kleine Unternehmen gegenüber Großunternehmen benachteiligt sind.

Durch die empirischen Ergebnisse ist die These von Gruber und Ohr, wonach in Großbritannien und der Bundesrepublik unterschiedliche Transmissionswege existieren, weder eindeutig widerlegt noch bestätigt. Vor dem Hintergrund eines britischen Beitritts zur Europäischen Währungsunion und der damit verbundenen einheitlichen Geldpolitik besteht auch hier weiterer Forschungsbedarf. Ansonsten besteht die Gefahr, daß neben den theoretisch vorhandenen selektiven geldpolitischen Effekten hinsichtlich der Unternehmensgrößenklassen noch nationale Divergenzen in der monetären Wirkungsweise hinzutreten.

Literaturverzeichnis

- Albach, H.* (1983), Die Bedeutung mittelständischer Unternehmen, in: Institut für Mittelstandsforschung, ifm-Mitteilungen 4/1983.
- Bester, H.* (1987), Die Anreizfunktion von Kreditsicherheiten, in: Schneider, D. (Hrsg.), Kapitalmarkt und Finanzierung, Berlin 1987, S. 225-235.
- Büschgen, H.* (1993), Bankbetriebslehre, Wiesbaden 1993.
- Dale, S./Haldane, A.*, (1993), Bank Behaviour and the Monetary Transmission Mechanism, in: Bank of England Quarterly Bulletin, 1993, S. 478-491.
- Deutsche Bundesbank, Beihefte zum Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Reihe Bankenstatistik, verschiedene Jahrgänge.
- Deutsche Bundesbank, Beihefte zum Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, Reihe Kapitalmarktstatistik, verschiedene Jahrgänge.
- Duwendag, D.* et al. (1993), Geldtheorie und Geldpolitik, Köln 1993.
- Franke, G./Hax, H.* (1995), Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 1995.
- Ganlay, J./Salmon, C.*, (1996), The Industrial Impact of Monetary Policy, in: Bank of England Quarterly Bulletin, 1996, S. 288-293.
- Geigant, F.* (1986), Banken, in: Oberender, P., Marktstruktur und Wettbewerb, 1986, S. 537-576.
- Gerter, M./Gilchrist, S.* (1994), Monetary Policy, Business Cycles, and the Behaviour of Small Manufacturing Firms, in: Quarterly Journal of Economics, 1994, S. 309-340.
- Gertler, M./Gilchrist, S.* (1993), The Role of Credit Market Imperfections in the Monetary Transmission Mechanism, in: Scandinavian Journal of Economics, 1993, S. 43-64.
- Gesetz über die Rechnungslegung von bestimmten Unternehmen und Konzernen (Publizitätsgesetz) vom 15. August 1969, in: Bundesgesetzblatt III 4120-7, zuletzt geändert durch Gesetz vom 28.10.1994, BGBI.I S. 3210.
- Gischer, H.* (1995), Zinsdifferenzen, Verhandlungsfähigkeit und Bankenwettbewerb auf einem unvollkommenen Kreditmarkt, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 1995, S. 532-556.

- Größl-Gschwendtner, I.* (1993), Kreditrationierung: Mikroökonomische Begründung und makroökonomische Konsequenzen, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 1-2/1993, S. 120-139.
- Gruber, T./Ohr, R.* (1997), Common European Monetary Policy with Different Financial Structures, in: *Intereconomics* 1-2/1997, S. 3-7.
- Handelsgesetzbuch vom 10. Mai 1897, in: Bundesgesetzblatt III 4100-1, zuletzt geändert durch Gesetz vom 28.10.1994, BGBl.I S. 3210.
- Harhoff, D.* u.a. (1996): Innovationsaktivitäten kleiner und mittlerer Unternehmen, Baden-Baden 1996.
- Hummel, M.* et al. (1994), Finanzierungsprobleme kleiner und mittlerer Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft in den neuen Bundesländern, München 1994.
- Illing, G.* (1997), Theorie der Geldpolitik, Berlin 1997.
- Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (1997): IAB-Kurzberichte 6/97.
- Jaffee, D./Stiglitz, J.* (1990), Credit Rationing, in: Friedman, B.M./Hahn, F.H. (Hrsg.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 2, Amsterdam 1990, S. 837-887.
- Journal of Economic Perspectives*, 4/1995.
- Kaufmann, F.* (1996), Beteiligungskapital für kleine und mittlere Unternehmen, in: *Bankarchiv* 5/1996, S. 348-352.
- Lang, G.* (1997), Wettbewerbsverhalten deutscher Banken, in: *Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften*, 1/97, S. 21-31.
- Maddala, G.S.*, (1992) *Introduction to Econometrics*, New York u.a. 1992.
- o.V. „Kartellamt erwartet weitere Bankfusionen“, in: *Hannoversche Allgemeine Zeitung* v. 02.01.1998.
- Quack, S./Hildebrandt, S.* (1995), *Das Geheimnis der Banken*, Wissenschaftszentrum Berlin, 1995.
- Schenk, H-O.* et al. (1984): *Die Konzentration im Handel*, Berlin 1984, S. 146 f.
- Schierenbeck, H.* (1993), *Ertragsorientiertes Bankmanagement*, Wiesbaden, 1993.
- Seja, J.* (1983), Selektive Effekte der global orientierten Geldpolitik der Deutschen Bundesbank auf die Marktstruktur im Bankensektor, Frankfurt/Main u.a. 1983.
- Stöß, E.* (1996), Die Finanzierungsstruktur der Unternehmen und deren Reaktion auf monetäre Impulse, Diskussionspapier 9/96, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank.
- Varian, H.* (1995), *Grundzüge der Mikroökonomik*, München, 1995.
- Wied-Nebbling, S.* (1997), *Markt- und Preistheorie*, Berlin u.a. 1997.
- Winker, P.* (1993), Firmenalter und Kreditrationierung, in: *ifo-Studien*, 2/1993, S. 103-126.

Verzeichnis der Autoren

Dr. *Peter Bartetzky*, Stellvertretender Leiter der Finanzabteilung, Hamburger Sparkasse

Prof. Dr. *Ulf G. Baxmann*, Universität Lüneburg, Institut für Betriebswirtschaftslehre, Abteilung Bank- und Finanzwirtschaft, Bankseminar Lüneburg

Prof. Dr. *Sonning Bredemeier*, Generalbevollmächtigter der Norddeutschen Landesbank, Girozentrale, Hannover

Dipl.-Ök. *Oliver Budzinski*, Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Abteilung Ordnungs- und Prozeßpolitik

Prof. Dr. *Wolfgang Filc*, Universität Trier, Fachbereich IV, Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld, Kredit, Währung

Dr. *Jürgen Förterer*, Vorstandsvorsitzender der Gesellschaften der R+V Versicherungsgruppe, Wiesbaden

Dr. *Werner Isern*, Vorsitzender des Vorstandes der Stuttgarter Bank AG, Stuttgart

Dr. *Heinrich Jagau*, Bankdirektor, Niedersächsische Landestreuhandstellen, Hannover

Dipl.-Ök. *Ole Janssen*, Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät, Lehrstuhl für Allgemeine Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Währung

Dr. *Jörg Jasper*, Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Abteilung Ordnungs- und Prozeßpolitik

Prof. Dr. *Karl-Heinz Ketterer*, Universität Karlsruhe (TH), Institut für Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsforschung, Sektion Geld und Währung

Prof. Dr. Dr.h.c. *Claus Köhler*, Kronberg/Taunus

Dr. *Reinhard Kohler*, Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Abteilung Ordnungs- und Prozeßpolitik

Dr. *Thomas Kremski*, Department of Economics, Reemtsma Cigarettenfabriken GmbH, Hamburg

Dr. *Carsten Lange*, Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Abteilung Geld, Kredit, Währung

Dr. *Martin Lück*, Researchabteilung, Cheuvreux de Virieu GmbH, Frankfurt a. M.

Dr. *Joachim Nagel*, Universität Karlsruhe (TH), Institut für Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsforschung, Sektion Geld und Währung

Dipl.-Ök. *Florian Nolte*, Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Abteilung Geld, Kredit, Währung

Prof. Dr. *Armin Rohde*, Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät, Lehrstuhl für Allgemeine Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Währung

Dr. *Gisela Roth*, Hannover

Prof. Dr. *Jürgen Seja*, Fachhochschule Hannover, Fachbereich Wirtschaft, Lehrgebiet Banken und Versicherungen

Dipl.-Kfm. *Jochen A. Stiehle*, Assistent des Vorstandes der Stuttgarter Bank AG, Stuttgart

Dipl.-Ök. *Michael Tholen*, Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Abteilung Geld, Kredit, Währung

Dr. *Horst M. Westphal*, Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Institut für Volkswirtschaftslehre, Abteilung Geld, Kredit, Währung

Dipl.-Ök. *Ulrike Witte*, volkswirtschaftliche Abteilung der Norddeutschen Landesbank, Girozentrale, Hannover

Dipl.-Vw. *Burkhard Ziegenhorn*, Deutsche Bank AG, Frankfurt a. M.