Veröffentlichungen des
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung

Band 39

Geldpolitik ohne Grenzen

Herausgegeben von

Claus Köhler und Armin Rohde

Duncker & Humblot · Berlin

DOI: https://doi.org/10.3790/978-3-428-54039-9
Genehmigt für Hochschule für angewandte Management GmbH | ip 80.158.162.182 | am 2025-07-27 02:08:05
FOR PRIVATE USE ONLY – AUSSCHLIEßLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

CLAUS KÖHLER / ARMIN ROHDE (Hrsg.)

Geldpolitik ohne Grenzen

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Veröffentlichungen des
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung

Band 39

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Geldpolitik ohne Grenzen

Herausgegeben von

Claus Köhler und Armin Rohde



Duncker & Humblot · Berlin

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

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

Alle Rechte, auch die des auszugsweisen Nachdrucks, der fotomechanischen Wiedergabe und der Übersetzung, für sämtliche Beiträge vorbehalten
© 2003 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin
Druck: Color-Druck Dorfi GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0720-7239
ISBN 3-428-10429-3

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ♾

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vorwort der Herausgeber

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

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

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

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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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

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

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

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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

Kronberg/Greifswald, im Juni 2003

Claus Köhler
Armin Rohde

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Inhaltsverzeichnis

Nationale Geldpolitik versus internationale Investoren in Schwellenländern
Von *Lukas Menkhoff* und *Susanne Maidorn* 11

Strategien der westeuropäischen Banken – Konzeptionelle Anpassungszwänge für die Europäische Zentralbank? –
Von *Manfred Borchert* 35

Die west- und zentralafrikanische Franc-Zone – Satellitensystem der Europäischen Währungsunion
Von *Heiko Körner* 55

Taylor Rules in Open Economies
Von *Claus Greiber* und *Bernhard Herz* 69

Vermögenspreise und Geldpolitik
Von *Hermann Remsperger* und *Dietrich Domanski* 83

Zu den Risiken einer Nullinflation als geldpolitisches Ziel
Von *Hans-Jürgen Krupp* und *Karen Cabos* 105

Finanz- und realwirtschaftliche Konsequenzen der Zinspolitik
Von *Horst Gischer* 121

Finanzierungsstrukturen kleiner und mittlerer Unternehmen und Geldpolitik
Von *Ingrid Größl* und *Peter Stahlecker* 141

Die rechtlichen Grenzen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank – eine Fallstudie
Von *Martin Selmayr* 167

Nutzung neuronaler Netze beim Einsatz geldpolitischer Instrumente
Von *Friedrich Geigant* und *Carsten Lange* 203

Autorenverzeichnis 223

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Nationale Geldpolitik versus internationale Investoren in Schwellenländern

Von Lukas Menkhoff und Susanne Maidorn[1]

A. Problemstellung

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

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

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

[1] Wir danken den Diskussionsteilnehmern sowie Michael Frömmel und Norbert Tolksdorf für nützliche Hinweise.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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

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

Mit Bezug auf Schwellenländer bringt der Übergang von traditionellen hin zu institutionellen Investoren einen regelrechten Quantensprung mit sich[4]: Traditionell waren diese Länder für Finanzanlagen nicht geeignet, weil bspw. Private genau nicht über die drei erwähnten Vorteile institutioneller Investoren verfügten. Die Länder waren weitgehend unbekannt, die Transaktionskosten sehr hoch und die Diversifikationsmöglichkeiten letztlich recht begrenzt. Insofern gab es hier eine nachvollziehbare Barriere für Finanzströme. Wenn Kapital floss, dann am ehesten in Form von ausländischen Direktinvestitionen. Heutzutage aber hat sich diese Situation rapide gewandelt und stellt die Schwellenländer vor neue Anforderungen, die in diesem Beitrag in Ansätzen analysiert werden.

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

---

[2] Vgl. Calvo/Leidermann/Reinhart, 1996.

[3] Vgl. bspw. BIS, 1998.

[4] Vgl. auch Bekaert, 1995.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

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

B. Geldpolitik und Kapitalverkehr in der impossible trinity

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

Um solch einen Konflikt geht es bei der impossible trinity, der Unmöglichkeit des gleichzeitigen Erreichens dreier Ziele in der Währungspolitik[5]:

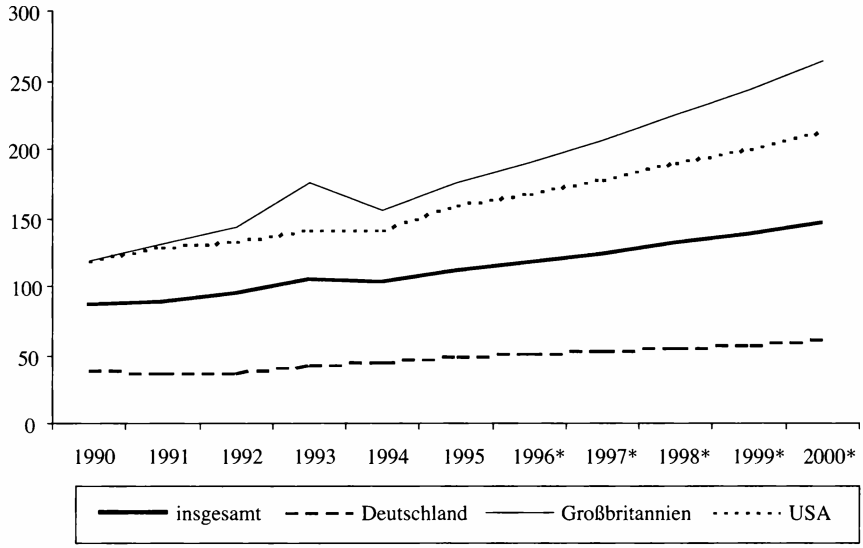
- *Nationale Autonomie in der Geldpolitik* lässt die Verfolgung landestypischer Präferenzen zu, sei es bezüglich der Inflationsrate, dem Puffern von einmaligen Schocks oder dem Bemühen um konjunkturelle Glättung.
- *Stabile Wechselkurse* sind in dem Sinne eine sinnvolle Zielsetzung als von der Volatilität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

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

[5] Vgl. im Folgenden auch Frenkel/Menkhoff, 2000.

[6] Vgl. Abbildung 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



Quelle: IMF (1998)
* geschätzte Werte (Projektion des durchschnittlichen jährlichen Wachstums zwischen 1990 und 1995 auf die Jahre 1996 bis 2000).

Abbildung 1: Das Anlagevermögen institutioneller Investoren in Prozent des BIP

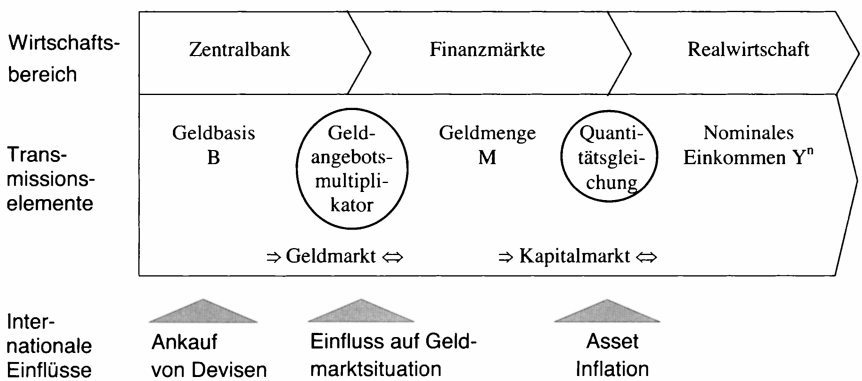


Abbildung 2: Einflüsse auf die geldpolitische Transmission

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wechselkursstabilität gelitten habe, was bspw. Flood und Rose (1995) sehr eindrücklich bestätigen.[7]

In vielen Schwellenländern jedoch, vor allem auch in den asiatischen Krisenländern von 1997/98, wurde das Ziel der Wechselkursstabilität als sehr wichtig erachtet, um die hohen Ex- und Importe vor Wechselkursschocks zu „schützen". Zur Höhe der Außenhandelsverflechtung ist anzumerken, dass alle fünf asiatischen Krisenländer – d.h. Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen und Thailand – stark international eingebunden sind. Bereinigt man die Außenhandelsquote um den systematischen Einfluss, der sich aus der Ländergröße ergibt, so gilt für Malaysia, Thailand und Indonesien, dass jeweils kein bevölkerungsreicheres Land eine höhere Außenhandelsquote aufweist.[8] Ferner zählten für die Jahre 1990–95 sämtliche Krisenländer zur Gruppe an Staaten mit weit überdurchschnittlich wachsenden Exporten.[9]

Vor der Krise war außerdem deutlich geworden, dass Wechselkursstabilität im Sinne geringer Volatilität wichtig für die Kontinuität der Kapitalzuflüsse ist. Es ist im nachhinein bekannt, dass die Faktoren für Wechselkursstabilität – glaubwürdige Wirtschaftspolitik, kontinuierliche Exporte und Kapitalzuflüsse – nicht wirklich gesichert werden konnten, aber das steht hier nicht im Vordergrund. Entscheidend ist vielmehr, dass aufgrund dieser Prioritätensetzung die geldpolitische Autonomie das letzte Glied in der Kette darstellte. D.h. im Zweifelsfall musste sich die Geldpolitik anderen Zielen unterordnen.

Es folgt aus dieser Prioritätensetzung, dass im Grenzfall der Kapitalzustrom aus dem Ausland von der Zentralbank zur Stabilisierung der Wechselkurse tendenziell angekauft wird und damit die Geldbasis erhöht. Etwas überspitzt formuliert wird damit die Geldversorgung zu einer Größe, die von internationalen, institutionellen Investoren mitgesteuert wird. Dass diese dabei betriebswirtschaftlich und nicht volkswirtschaftlich kalkulieren, liegt in der Natur der Sache. Dass dies nicht sachgerecht sein kann, erkennt man am einfachsten daran, dass die Geldversorgung typischerweise eine staatlich regulierte Aufgabe ist, die nicht an Märkte abgetreten wird. Bevor die möglichen Wirkungen internationaler Investoren auf die Geldpolitik weiter vertieft werden, beschäftigt sich der nächste Abschnitt mit Eigenschaften der einflussreichen institutionellen Investoren und ihrer quantitativen Bedeutung für Schwellenländer.

---

[7] Vgl. auch Frömmel/Menkhoff, 2000.

[8] Vgl. Abbildung 3.

[9] Vgl. Menkhoff, 2000.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

C. Die Bedeutung institutioneller Investoren für Schwellenländer

Die zunehmende „Institutionalisierung" ist eines der markanten Zeichen des derzeitigen Wandels an den Finanzmärkten.[10] Die Vermögensbestände, die von institutionellen Investoren verwaltet werden, stellen einen ständig zunehmenden Anteil des gesamten Weltbestandes an Finanzvermögen dar. Für fünf der größten Industrieländer (USA, Japan, Deutschland, Japan, Großbritannien und Kanada) machten diese Vermögensbestände 1980 2,5 Billionen US-Dollar aus, 1990 12,2 Billionen US-Dollar und 1995 20,3 Billionen US-Dollar[11] (vgl. Abbildung 4). Die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate beträgt damit zwischen 1980 und 1990 14 Prozent, zwischen 1990 und 1995 13 Prozent. Seit den frühen neunziger Jahren ist darüber hinaus auch ein Konzentrationsprozess feststellbar, da die größten institutionellen Investoren ein im Branchenvergleich überdurchschnittliches Wachstum aufweisen. In Europa etwa haben die zehn größten institutionellen Investoren ihren Anteil an den 100 größten institutionellen Investoren zwischen 1990 und 1995 um 7 Prozentpunkte auf 38 Prozent erhöht.[12]

Der damit einhergehende erhöhte Wettbewerb, Anlagevermögen in Kapitalanlagen mit den weltweit besten Renditen zu investieren, hat, zusammen mit den oben erwähnten Vorzügen institutioneller Investoren, eine Reallokation der weltweiten Ersparnisse bewirkt. Dabei sind es gerade die Schwellenländer, die am Beginn einer aufwärtsgerichteten Wirtschaftsentwicklung stehen, die eine höhere Grenzproduktivität des Kapitals erwarten lassen. Damit werden sie aus verschiedenen Gründen interessantere Märkte für Kapitalanlagen aus den reichen Ländern.

In den meisten Ländern hatten institutionelle Investoren im Jahr 1980 weniger als 5 Prozent ihrer Vermögensbestände in ausländische Wertpapiere investiert, Mitte der neunziger Jahre ist dieser Anteil auf rund 20 Prozent gestiegen. Der Nettokapitalzufluss aller Schwellenländer betrug 1990 erst 31,5 Milliarden US-Dollar, bis 1997 ist er auf 173,7 Milliarden US-Dollar angestiegen, das entspricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von fast dreißig Prozent. Davon entfiel auf die Portfolioinvestitionen 1990 17,1 Milliarden US-Dollar und 1997 42,9 Milliarden US-Dollar, das ent-

---

[10] Vgl. Braasch, 1997.

[11] Die Werte für 1980 sind etwas anders abgegrenzt als für 1990 und 1995. Sie setzen sich aus den Vermögensbeständen von Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften und Publikumsfonds zusammen, während die Zahlen für 1990 und 1995 – etwas weiter abgegrenzt – Pensionsfonds, Versicherungsgesellschaften, Kapitalanlagegesellschaften und andere Formen institutionellen Sparens umfassen (vgl. IMF 1995, 1998).

[12] Vgl. IMF, 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

spricht einem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 14 Prozent. Die Netto-Portfolioinvestitionen in asiatische Länder sind jedoch zwischen 1991 und 1996 jährlich um durchschnittlich etwa 50 Prozent gewachsen, von 1,8 Milliarden US-Dollar auf 13,4 Milliarden US-Dollar. Dieses Bild hat sich unmittelbar nach der Asienkrise aufgrund der hohen Kapitalabflüsse zwar dramatisch geändert[13], doch dürfte es sich dabei im Wesentlichen um eine temporäre Korrekturbewegung handeln.

Zusammenfassend sorgen einige strukturelle Änderungen für tendenzielle Kapitalzuflüsse in Schwellenländer:

- Die immer wichtiger werdenden institutionellen Investoren verfügen über bessere Möglichkeiten als Private, dort qualifiziert zu investieren.
- Der Wettbewerb um hohe Renditen drängt institutionelle Investoren geradezu in Schwellenländer.
- Schwellenländer haben ihre Finanzmärkte zunehmend geöffnet und schaffen damit der Nachfrage auch ein Angebot.

Die betroffenen Schwellenländer sollten sich also darauf einstellen, mit hohen Kapitalbewegungen umgehen zu können. Dabei kann nicht davon ausgegangen werden, dass diese Bewegungen immer volkswirtschaftlich effizient sind. Weder ist die Informationsbasis internationaler Investoren unbedingt besser als diejenige lokaler Investoren[14], noch ist ihr Verhalten nur von Änderungen ökonomischer Fundamentals bestimmt[15]. Insofern entsteht hier auch ein zusätzlicher Bedarf an gesamtwirtschaftlicher Stabilisierung.

D. Der Einfluss internationaler Investoren auf den geldpolitischen Transmissionsprozess

Der geldpolitische Transmissionsprozess beschreibt in einer stilisierten Vereinfachung, wie sich Impulse der Geldpolitik in der Wirtschaft fortpflanzen. Dabei führt eine marktbezogene Steuerung, wie sie sich in Industrieländern als Modell durchgesetzt hat, zu einer Einflussnahme über die Finanzmärkte. Der Transmissionsprozess wird damit recht komplex und insbesondere auch von den Verhaltensweisen der Finanzmarktakteure abhängig.[16] Im Einzelnen ergeben sich hier drei wesentliche Kanäle auf denen internationale Einflüsse die nationale Geldpolitik tangieren. Diese Kanäle, die in Abbildung 2 benannt sind, werden in den drei folgenden Ab-

[13] Vgl. IMF, 1998.

[14] Vgl. bspw. für Korea Kim/Wei, 1999; kritisch zu dieser Hypothese Choe/Kho/Stulz, 1999.

[15] Vgl. u.a. De Long et al., 1990; Dewenov/Welch, 1996 und Taylor, 1998.

[16] Vgl. die Skizze in Abbildung 2.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schnitten I. bis III. jeweils etwas eingehender analysiert.[17] Unser Schwerpunkt liegt dabei auf einer Untersuchung der Zinsbildung. Sofern international vergleichbare Daten verfügbar sind, betrachten wir insbesondere eine Gruppe von Schwellenländern, die alle relativ starke Kapitalzuströme verzeichnen konnten.[18] Wir beginnen mit einer Wirkungsanalyse der schon in Abschnitt B. angesprochenen Devisenzuflüsse.

I. Der Einfluss von Devisenkäufen auf die Geldbasis

Stark reduziert betrachtet besteht eine Zentralbankbilanz in Industrieländern auf der Aktivseite aus Devisenreserven (DevR) sowie den heimischen Komponenten der Geldschöpfung, wie vor allem den Wertpapieren aus der Offenmarktpolitik (WP; inkl. der Wertpapierpensionsgeschäfte), und auf der Passivseite aus der Geldbasis (B), die sich im Prinzip aus dem Bargeldumlauf (BG) sowie Instrumenten der Liquiditätsbegrenzung wie insbesondere Mindestreserven (MR) zusammensetzt:

$$\text{DevR} + \text{WP} = \text{B} = \text{BG} + \text{MR}$$

Wenn eine Zentralbank Devisen ankauft, um eine Aufwertung der heimischen Währung zu vermeiden (bspw. weil sie es im Rahmen einer Wechselkursbindung muss), dann steigt die Position DevR in der Zentralbankbilanz. Es gibt sich zwingend, dass dies – ohne irgendwelche Ausgleichsmaßnahmen – im identischen Umfang zu einer Erhöhung der Geldbasis führt. Allerdings verfügt die Zentralbank auch über Kompensationsmöglichkeiten. Diese Sterilisierung der tendenziellen Bilanzverlängerung kann über die Aktiv- oder die Passivseite erfolgen:

- Es ist denkbar, dass der Reservenaufbau durch einen Abbau anderer Aktivgeschäfte zur Liquiditätsbereitstellung, hier vereinfacht einen Verkauf von Wertpapieren, kompensiert wird. Diese Politik hat die Deutsche Bundesbank bspw. bei ihren starken Interventionen in den EWS-Krisen Anfang der 90er Jahre beschritten.
- Die traditionelle passivseitige Methode liegt in einer Anhebung der Mindestreserve, um somit Liquidität abzuschöpfen. Da die Mindestreserve allerdings als zunehmend marktinkonform eingeschätzt wurde („Steuer auf Bankeinlagen") und zudem im Wettbewerb mit den Euromärkten (ohne Mindestreservepflicht) ständig gesenkt wurde, ist hier die Wirkungsmöglichkeit in Industrieländern inzwischen vergleichsweise limitiert.

[17] Vgl. auch die systematische Aufarbeitung bei Rohde, 1996.
[18] Vgl. dazu Tabelle 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 1

Kennzeichen der untersuchten Länder

Land	BIP 1996 in Mrd. US$	Nettokapital-importe 1996 in Mrd. US$	Kapital-Imp./BIP in %	Zeitpunkt in Abbildung 5	Exportanteil in die USA 1998 in %
Argentinien	272,29	3,34	1,23	1991	7,9
Brasilien	749,59	8,74	1,17	1996	19,4
Chile	66,52	2,50	3,77	1992	17,1
Indonesien	223,49	4,50	2,01	1996	10,2
Korea	461,75	1,42	0,31	1995	17,4
Malaysia	98,66	2,52	2,55	1993	21,6
Mexiko	318,92	3,86	1,21	1997	87,9
Philippinen	82,62	4,33	5,25	1996	34,4
Singapur	100,92	7,40	7,33	1995	19,9
Thailand	183,12	2,17	1,18	1995	22,3
Venezuela	61,78	6,24	10,10	1996	47,8

Datenquelle: IFS, Zeile 99b (BIP) und 78cbd (Kapitalimporte); IMF Direction of Trade Statistics

- Varianten auf der Passivseite der Bilanz bestehen zum einen in einer Art Mindestreserve auf Kapitalzuflüsse, wie es bspw. Deutschland mit seiner Bardepotpflicht in den siebziger Jahren praktizierte oder Chile als prominentes Beispiel in den achtziger und neunziger Jahren. Vorstellbar ist aber auch, wenngleich es in Deutschland bspw. nie in erheblichem Umfang praktiziert wurde, die Begebung von Wertpapieren durch die Zentralbank.

Nun soll hier nicht die Eignung verschiedener Alternativen im Detail diskutiert werden. Das Problem in vielen Schwellenländer ist häufig viel einfacher gelagert, indem dort die notwendigen Instrumente und die dazugehörigen Märkte gar nicht oder nicht in hinreichender quantitativer Ausprägung bestehen.[19] Nicht untypisch für viele andere Schwellenländer, aber eben doch grundverschieden von Industrieländern, ist bspw. die Situation in Thailand wie der Vergleich der Zentralbankbilanz mit der Europäischen Zentralbank in Abbildung 3 zeigt.

Auf der Aktivseite gibt es praktisch keinerlei quantitativen Spielraum für die Bank von Thailand, da Devisenreserven extrem dominieren. Das

[19] Vgl. z. B. Hauskrecht, 2000.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

EZB				Thailand				*EZB*	
in Mrd. €	in %	in %	Aktiva	in Mrd. Bt.	in Mrd. Bt.	Passiva	in %	in %	in Mrd. €
250	34,6	11,0	Forderungen an KI	132,5	154,6	Einlagen von KI	12,8	14,6	117
28			Geldmarkt-instrumente	–	28,6	Geldmarkt-instrumente	2,4	11,1	89
386	48,1	81,9	Devisenreserven	988,8	304,3	Bargeldumlauf	25,2	46,7	375
59	7,3	4,3	Forderungen an den Staat	51,4	341,7	Einlagen des Staates	28,3		–
80	10,0	2,8	Abgrenzung	34,3	377,8	Eigenkapital	31,3	6,6	53
						Sonstiges (insbes. Ausgleichsposten)	–	21,0	169
803	100	100	1207 Mrd. Baht = 48 Mrd. €				100	100	803

Quellen: IFS, für Thailand Zeilen 11–17 für Dezember 1996; Monatsbericht der EZB, Tabelle 1.1, für Dezember 1999

Abbildung 3: Bilanzstrukturen der Bank von Thailand und der EZB

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9

Reserveinstrument auf der Passivseite spielt zwar eine Rolle, doch die Relation zum Bargeldumlauf zeigt bereits eine erhebliche Belastung der Wirtschaft an. Ungewohnt aus deutscher Sicht sind die großen Passivpositionen der Staatseinlagen und des Eigenkapitals. Letztere ist eine träge Größe, die geldpolitisch fast nutzlos ist. Dagegen sind die Staatseinlagen ein durchaus flexibles Instrument, allerdings mit dem „Schönheitsfehler" behaftet, dass es hier der Zentralbank an Entscheidungsfreiheit mangelt. In dieser Situation, in der die Zentralbankbilanz etwa den dreifachen Umfang in Relation zum Sozialprodukt wie im Eurosystem hat und damit offensichtlich durch Devisenkäufe aufgebläht ist, mag es überraschen, dass etwa die Hälfte der Devisenreserven gar nicht an dieser Stelle verbucht ist, sondern an anderer Stelle im öffentlichen Sektor gehalten wird. Dies hat wiederum den Nachteil, dass sie dort möglicherweise „gebunden" sind, wie es bei den Fremdwährungseinlagen bei koreanischen Banken wohl der Fall war. In jedem Fall zeigt schon der einfache Blick auf die Zentralbankbilanz die Problematik, große Änderungen in der Devisenposition zu kompensieren bzw. geldpolitisch an den möglicherweise volatilen Devisenreserven „vorbei" zu steuern.

II. Der Einfluss internationaler Finanzmarkteinbindung auf die Zinsbildung

Die zunehmende Einbindung von Finanzmärkten in internationale Marktbeziehungen hat auch in Industrieländern dazu geführt, dass das internationale Marktgeschehen einen erheblichen Einfluss auf das nationale Zinsniveau gewonnen hat.[20] Dies beschreibt sozusagen den Einfluss im Zeitablauf. Ein zweites stilisiertes Faktum besteht darin, dass im Querschnittsvergleich der Länder zueinander erhebliche Unterschiede auftreten. Das stilisierte Faktum in dieser Hinsicht lässt sich so beschreiben, dass – bei identischer Kapitalverkehrsfreiheit – der ausländische Einfluss um so größer wird, je kleiner die betreffende Volkswirtschaft ist.

Zur Einstimmung auf die Thematik mag wiederum ein Blick auf Industrieländer hilfreich sein, die inzwischen alle über nahezu perfekte Kapitalverkehrsfreiheit verfügen. Hier sind es nur die USA, deren Zinsniveau im Wesentlichen binnenwirtschaftlich determiniert ist, während bereits bei den übrigen größeren Industrienationen der ausländische Zinseinfluss sehr stark spürbar ist und im deutschen Fall bspw. ähnlich wichtig war wie der Einfluss der damals nationalen Geldpolitik. In den kleineren Staaten hingegen konzentrierte sich die Geldpolitik auf die Kontrolle der Geldversorgung, einen stabilen Außenwert (vor allem im Rahmen des EWS) und gab den Zins

[20] Vgl. bspw. den Überblick bei Menkhoff, 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

als eigenständigen Politikparameter nicht vollständig, aber doch in hohem Maße auf. Im Grunde hat hier die ausländische Geldpolitik den Kurs bestimmt: Die Inflationsrate musste ähnlich hoch sein, um Spannungen zu vermeiden, und der Zinssatz folgte dem ausländischen Niveau unter Berücksichtigung einer meist positiven Prämie für das Länderrisiko.

Warum folgen die Schwellenländer nicht einfach dieser Politik, die besonders erfolgreich von den Niederlanden, Österreich oder Dänemark implementiert worden war? Aus rein ökonomischer Sicht, sofern man die möglicherweise aus politischen Gründen unerwünschten Souveränitätsverluste außer Acht lässt, gibt es wohl zwei gewichtige Gründe:

- Zum einen sind weder Angebots- noch Nachfrageschocks in Schwellenländern annähernd so hoch mit denen des „Leitwährungslands" korreliert wie dies bei den kleinen europäischen Ländern gegenüber Deutschland der Fall war. Nationale Stabilisierungspolitik ist deshalb wertvoller.
- Zum anderen ist das Länderrisiko ungleich höher und keinesfalls stabil. Daraus ergeben sich möglicherweise schwankende Risikoprämien, die Kapitalflüsse induzieren mögen (selbst wenn sie idealtypisch gerade als Preismechanismus die Ströme unverändert lassen sollten). Zinspolitik kann helfen, die Kapitalströme zu stabilisieren.

Da also die Bedingungen in Schwellenländern nicht denen in kleinen Industrieländern gleichen, kommt für sie auch nicht automatisch dieselbe Politik in Frage. Vielmehr wäre in besonderem Maße ein nationaler geldpolitischer Einfluss wünschenswert. Doch wie war es darum faktisch bestellt? Aufschlüsse geben hier erste Untersuchungen zum Zusammenhang zwischen einem Weltzinsniveau – hier repräsentiert durch die USA[21] – und dem jeweiligen nationalen Zinssatz.

1. Vorgehensweise

Um diesen Zusammenhang zu testen, der aufgrund der Größe faktisch ein Einfluss der USA auf die Zinsen in Schwellenländern ist, wird die Existenz von Kointegrationsbeziehungen zwischen den jeweiligen nationalen Zinssätzen untersucht. Die Vorgehensweise kann anhand von einem einfachen Beispiel verdeutlicht werden. Angenommen der Daten generierende Prozess eines nationalen Zinssatzes zum Zeitpunkt t, $r_{nat,t}$, kann als AR(1) beschrieben werden

$$r_{nat,t} = \theta r_{nat,t-1} + \varepsilon_t \,, \tag{1}$$

[21] Vgl. dazu Taylor/Sarno, 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

wobei der Störterm ε_t einen „white noise" Prozess darstellt, so ist die Moving-Average Darstellung von $r_{\text{nat},t}$

$$r_{\text{nat},t} = \sum_{i=1}^{\infty} \theta^i \varepsilon_{t-i}. \tag{2}$$

Im Fall $\Sigma\theta^i = 1$ ist $r_{\text{nat},t}$ nicht stationär, da es gleich der Summe aller zurückliegenden Schocks ε_{t-1}, $i = 1, ..., \infty$, ist. Wenn aber der nationale Zinssatz eines Schwellenlandes mit dem US-Zinssatz, $r_{\text{USA},t}$, kointegriert ist, besteht eine Linearkombination der beiden Zeitreihen, die stationär ist,

$$z_t = r_{\text{nat},t} - \beta r_{\text{USA},t}. \tag{3}$$

Dabei bezeichnet z_t die Abweichung der Variablen von ihrer Gleichgewichtsbeziehung

$$r_{\text{nat},t} = \beta r_{\text{USA},t}. \tag{4}$$

Die Existenz dieser langfristigen Gleichgewichtsbeziehung impliziert, dass die beiden Zeitreihen einen gemeinsamen stochastischen Trend aufweisen.

Die Einbeziehung von z_t aus Gleichung (3) in ein VAR-Modell in ersten Differenzen ergibt die Darstellung in Form eines Fehlerkorrekturmodells, wobei hier nur auf die interessierende Gleichung mit dem nationalen Zinssatz des Schwellenlandes als abhängige Variable eingegangen wird:

$$\Delta r_{\text{nat},t} = \alpha_0 + \alpha_1 z_{t-1} + \sum_{i=1}^{k} \alpha_{2i} \Delta r_{\text{nat},t-1} + \sum_{i=1}^{k} \alpha_{3i} \Delta r_{\text{USA},t-i}. \tag{5}$$

Die ersten Differenzen des nationalen Zinssatzes werden zu den k Verzögerungen der ersten Differenzen sowohl des nationalen wie des US-Zinssatzes in Beziehung gesetzt, wie es einem VAR(k)-Modell in ersten Differenzen entspricht, aber auch zu der Abweichung von der Gleichgewichtsbeziehung zum Zeitpunkt $t-1$. Der Koeffizient α_1 gibt dabei den kurzfristigen Einfluss der Gleichgewichtsbeziehung auf $\Delta r_{\text{nat},t}$ wieder, oder anders ausgedrückt, die Anpassungsgeschwindigkeit von $\Delta r_{\text{nat},t}$. Eine Abweichung von $r_{\text{nat},t}$ von der Gleichgewichtsbeziehung zu den US-Zinsen, sei es durch eine Veränderung des nationalen oder des US-Zinssatzes, bewirkt eine Veränderung von $r_{\text{nat},t}$ in die Gegenrichtung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2. Daten und Ergebnisse

Für die Untersuchung des oben angeführten Zusammenhangs werden Zeitreihen von Geldmarktzinsen in 13 Ländern herangezogen. Neben den USA als Indikator für den Weltmarkt und Japan, sozusagen als ein neutrales Referenzland, beschränkt sich die Auswahl auf asiatische und lateinamerikanische Schwellenländer mit höheren Kapitalimporten. In Asien sind dies Indonesien, Korea, Malaysia, Philippinen, Singapur und Thailand und in Lateinamerika Argentinien, Brasilien, Chile, Mexiko, und Venezuela. Eine Einschränkung des Zeitraumes auf die Jahre 1988 bis 1999 erscheint sinnvoll, da in vielen Fällen die Zinssätze zu früheren Zeitpunkten nicht marktbestimmt waren. Daraus ergibt sich eine Beobachtungsreihe von 1/1988 bis 6/1999 mit 138 Monatsdaten. Die monatlichen Zinssätze sind jeweils auf Durchschnittsbasis ermittelt.[22]

Um die allgemein übliche Annahme der Nichtstationarität von Zinssätzen zu überprüfen[23], werden „Unit Root"-Tests durchgeführt, die den Prozeduren von Dickey und Fuller (1979) und Phillips und Perron (1988) folgen. Die Nullhypothese, dass die Reihen I(1)-Prozessen entsprechen, muss in drei Fällen abgelehnt werden, die deshalb nicht weiter verfolgt werden: Argentinien, Brasilien und Venezuela[24]. Auf alle anderen Fälle ist die Untersuchung einer standardmäßigen Kointegrationsbeziehung anwendbar.

Tabelle 2 gibt die Ergebnisse eines Tests auf Kointegration, wie er von Johansen (1995) entwickelt wurde, wieder. Für die nach den Einheitswurzeltests verbliebenen neun Zinspaare wurden zwei Modellspezifikationen untersucht, erstens ein Modell, das eine Gleichgewichtsbeziehung wie in Gleichung (4) voraussetzt, jedoch unter Einbeziehung einer Konstante[25], und zweitens ein Modell, das die Möglichkeit eines Trends in der Gleichgewichtsbeziehung zulässt. Die Informationskriterien von Akaike und Schwartz ergeben darüber hinaus für jedes Land andere Modellspezifikationen bezüglich *k*, der Anzahl der Verzögerungen im zugrundeliegenden Fehlerkorrekturmodell, die aber hier nicht im Detail behandelt werden. Zuerst wird das restriktivere Modell ohne Trend in der Kointegrationsbeziehung (KB) untersucht, wobei die erste Nullhypothese lautet, dass es keine Kointegrationsbeziehung gibt. Wird diese Nullhypothese abgelehnt, wird die

---

[22] Vgl. Abbildung 4.

[23] Vgl. Kirchgässner/Wolters, 1993, S. 773.

[24] Für Argentinien wurde außerdem die Unterperiode 4/1991 bis 6/1999 untersucht, da der Zinssatz zuvor nie unter 100 Prozent lag. Doch auch für die verkürzte Periode wird die Nichtstationarität abgelehnt.

[25] Die Konstante könnte in der Form $\alpha_1 c$ zu α_0 addiert und damit aus der Gleichgewichtsbeziehung „herausgerechnet" werden, sie ist aber für die ökonomische Interpretation der Gleichgewichtsbeziehung von Bedeutung.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 2

Ergebnisse des Likelihood Ratio Test von Johansen

Land	Modell ohne deterministischen Trend in KB		Modell mit deterministischem Trend in KB	
	H_0: keine KB Likelihood Ratio (15,41)†	H_0: max. 1 KB Likelihood Ratio (3,76)†	H_0: keine KB Likelihood Ratio (25,32)†	H_0: max. 1 KB Likelihood Ratio (12,25)†
Chile	15,02	–	32,55*	3,86
Korea	17,50*	3,47	–	–
Mexiko	28,25*	4,65*	28,38*	4,66
Philippinen	16,85*	3,57	–	–
Indonesien	5,99	–	9,32	–
Malaysia	18,38*	4,58*	19,54	–
Singapur	13,70	–	15,41	–
Thailand	11,08	–	14,03	–
Japan	14,42	–	33,15*	10,51

† kritischer Wert auf 5%igem Signifikanzniveau

* H_0 wird abgelehnt

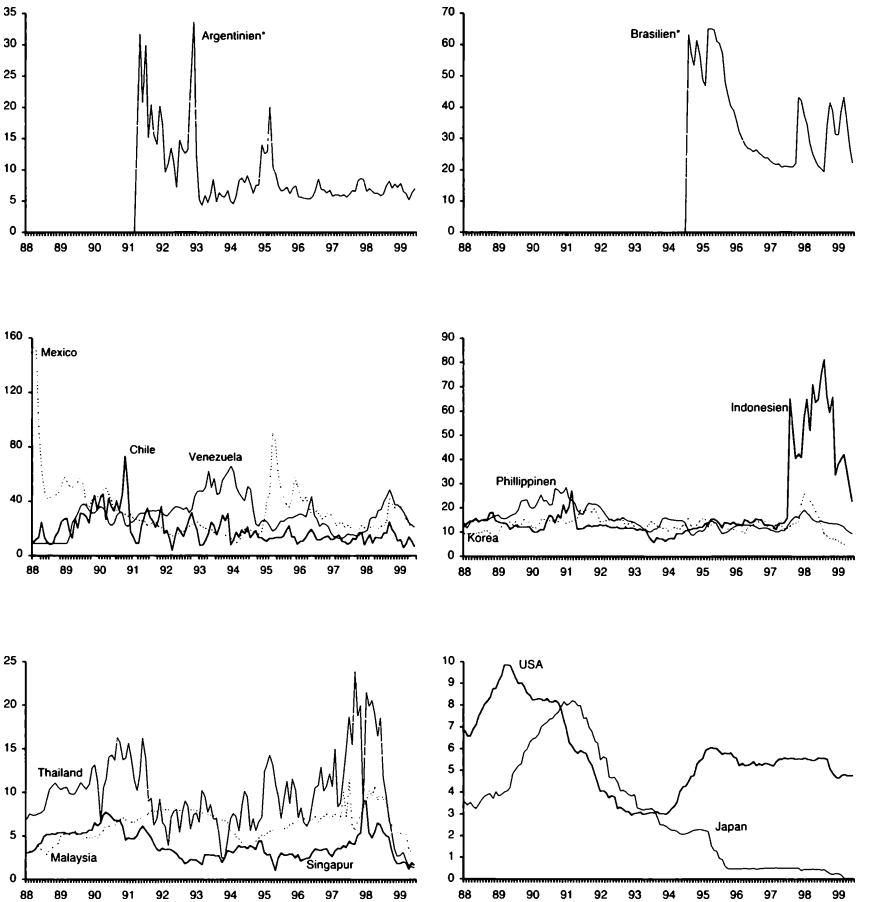
$r_{nat,t}$ von Argentinien, Brasilien und Venezuela sind I(0), daher kann keine standardmäßige Kointegrationsbeziehung untersucht werden.

Datenquelle: IFS, Zeile 60b (money market rate) für Argentinien, Brasilien, Indonesien, Japan, Korea, Malaysia, Mexiko, Singapur, Thailand und USA; Zeile 60c (treasury bill rate) für die Philippinen; Zeile 60l (deposit rate) für Chile und Venezuela

zweite Nullhypothese untersucht, die die Existenz einer Kointegrationsbeziehung miteinbezieht. Weist das Modell ohne Trend in der Kointegrationsbeziehung keine Kointegration auf, erfolgt die gleiche Prozedur für das Modell mit Trend in der Kointegrationsbeziehung.

Im Fall von Indonesien, Singapur und Thailand können für beide Modelle die Nullhypothesen fehlender Kointegrationsbeziehung zwischen $r_{\text{nat},t}$ und $r_{\text{USA},t}$ nicht abgelehnt werden. Bei Malaysia und Mexiko ergeben die Tests für das erste Modell eine Ablehnung beider Nullhypothesen, was bedeuten würde, dass die Zeitreihen stationär sind. Da diese Ergebnisse mit den vorangegangenen „Unit-Root"-Tests nicht übereinstimmen, sehen wir dies als ein Anzeichen für unzureichende Verlässlichkeit des unterstellten Modells. Für Malaysia wird auch im zweiten Modell die Existenz einer Kointegrationsbeziehung abgelehnt, für Mexiko wird sie jedoch angenommen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



* Die Zeitreihen von Argentinien und Brasilien werden verkürzt dargestellt, da sie vor 1991 bzw. 1994 deutlich über 500 Prozent lagen.

Abbildung 4: Kurzfristige Zinsen in Schwellenländern von 1988 bis 1999 (in %)

Bei den Zinssätzen in Chile, Korea und den Philippinen lassen die Ergebnisse eindeutig Kointegration vermuten. Der japanische Zinssatz scheint ebenfalls mit dem US-Zinssatz kointegriert zu sein. Nochmalige Dickey-Fuller und Phillips-Perron Tests bestätigen die Stationarität von z_t, der Abweichung von den jeweiligen Gleichgewichtsbeziehungen, in allen Fällen bis auf Japan. Die Existenz der Gleichgewichtsbeziehung wird daher mit Ausnahme von Japan unterstützt. Da Kointegration für den japanischen Fall sowohl aus theoretischer Sicht als auch in früheren Untersuchungen abge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 3

Koeffizienten des Fehlerkorrekturmodells (Gleichung (5))

Chile	$r_{nat,t} = 22,11 + 0,80 r_{USA,t} - 0,11t$	$\alpha_1 = -0,45$
	[-1,12] *[3,30]*	*[-4,70]*
	(0,265) *(0,001)*	(0,000)
Korea	$r_{nat,t} = 15,011 - 0,318 r_{USA,t}$	$\alpha_1 = -0,13$
	[0,82]	*[-2,87]*
	(0,414)	(0,005)
Mexiko	$r_{nat,t} = -0,88 + 5,31 r_{USA,t} + 0,02t$	$\alpha_1 = -0,22$
	[-4,088] *[-0,34]*	*[-4,88]*
	(0,000) *(0,734)*	*(0,000)*
Philippinen	$r_{nat,t} = 6,65 + 1,55 r_{USA,t}$	$\alpha_1 = -0,11$
	[-3,15]	*[-3,23]*
	(0,002)	*(0,002)*

t-Werte sind in eckigen Klammern angegeben, darunter die Signifikanz

lehnt wird[26], lassen wir die Annahme einer Kointegrationsbeziehung für dieses Land fallen.

In *Tabelle 3* sind für die vier identifizierten Fälle einer Kointegrationsbeziehung die jeweiligen Gleichgewichtsbeziehungen und die zugehörigen Anpassungsparameter des Fehlerkorrekturmodells ablesbar. Betrachtet man die Kointegrationsbeziehung zwischen dem philippinischen Zinssatz und dem US-Zinssatz, so löst ein Anstieg des US-Zinssatzes langfristig einen Anstieg des philippinischen Zinssatzes um das 1,55 fache aus. Kurzfristig bestimmt der Anpassungsparameter α_1 die Anpassungsgeschwindigkeit. Da für den philippinischen Zinssatz $\alpha_1 = 0,11$ gilt, sind 11 Prozent des Anpassungsprozesses in der ersten Periode vollzogen. Anders ausgedrückt würde ein Anstieg des US-Zinssatzes um 0,06 Prozentpunkte, ausgehend von einer Gleichgewichtssituation $(z_{t-1} = 0)$ und bei gleichbleibendem nationalen Zinssatz, ein z_t von –0,1 erzeugen, und damit einen Anstieg von $\Delta r_{nat,t+1}$ um etwa 0,01 Prozentpunkte. Insgesamt wäre nach etwa 20 Monaten der Großteil des Anpassungsprozesses, hier festgelegt auf 90%, vollzogen. Die Gleichgewichtsbeziehung mit dem mexikanischen Zinssatz impliziert, dass ein Anstieg des US-Zinssatz um 0,02 Prozentpunkte z_t um 0,1 reduziert, und der nationale Zinssatz sich innerhalb von etwa 9 Monaten anpasst. Der

[26] Vgl. Hinweise in Menkhoff, 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Anpassungsprozess für Chile würde nur mehr etwa 4 Monate dauern, der US-Zinssatz müsste um 0,12 Prozentpunkte steigen, um $z_t = -0{,}1$ zu erzeugen. Die Kointegrationsbeziehung zwischen dem koreanischen und dem US-Zinssatz, die bei einem Anstieg der US-Zinsen ein Sinken der koreanischen Zinsen indiziert, deutet auf einen substitutiven Zusammenhang durch Kapitalumschichtungen hin. Ob diese Interpretation haltbar ist, oder bspw. andere Einflüsse den Zusammenhang mit den USA als Scheinergebnis ausweisen, müssten weitere Untersuchungen zeigen.

3. Interpretation

Die Ergebnisse hinsichtlich eines US-Einflusses auf die heimischen Zinssätze sind für die betrachteten Schwellenländer recht unterschiedlich. Lässt man einmal die Fälle Argentinien, Brasilien und Venezuela außen vor, wo möglicherweise Strukturbrüche vorliegen, so gibt es offensichtlich zwei Ländergruppen, die Beeinflussten und die Unabhängigen. Hinsichtlich der beeinflussten Länder, ergibt das Ergebnis für Mexiko und die Philippinen wegen ihrer hohen Verflechtung mit den USA unmittelbar Sinn (als Indikator kann der Exportanteil in die USA dienen[27]). Hier mag zum einen die Zentralbank teilweise der US-Geldpolitik folgen, und insofern – jedenfalls im mexikanischen Fall – die Politik kleinerer europäischer Ökonomien imitieren. Zum anderen mögen die Finanzmarktverflechtungen ausgeprägt sein, was wir nicht weiter untersucht haben.

Interessanter ist möglicherweise die Frage, inwieweit die asiatischen Länder unabhängig von internationalen Finanzmärkten operieren konnten. Hier sind einige Fragezeichen angebracht, selbst wenn die US-Geldpolitik keinen direkt messbaren Einfluss gehabt zu haben scheint. Erstens gibt es selbst in diesen vergleichsweise offenen Ländern erhebliche Transaktionshindernisse, so dass eine gedeckte Zinsparität zu den USA zweifelsfrei nicht gilt. Zweitens spielt im asiatischen Raum Japan eine erhebliche Rolle, dessen Zinspolitik schon recht unabhängig von den USA ist, und deshalb US-Impulse überlagern kann. Drittens ist methodisch zu bedenken, dass es erhebliche Kapitalbewegungen gibt, die kaum von Zinsdifferenzen motiviert sind, in erster Linie Direktinvestitionen. Diese haben aber ebenfalls Einfluss auf die Knappheitsverhältnisse an den nationalen Kapitalmärkten und damit auf die Zinsen, ohne dass sie deshalb geldpolitisch beeinflussbar sind.

Alles in allem wäre also noch erheblich mehr Forschungsarbeit notwendig, um in allen Fällen zu wirklich abgesicherten Erkenntnissen zu gelangen.

---

[27] Siehe Tabelle 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Der Einfluss von Kapitalzuflüssen auf Vermögenspreise

Als letzter Einflusskanal internationaler institutioneller Investoren auf den geldpolitischen Transmissionsprozess soll der Wirkung von Kapitalzuflüssen auf Vermögenspreise nachgegangen werden. Traditionell hatte man unterstellt, so wie es der in Abbildung 2 skizzierte Transmissionspfad nahelegt, dass die Kapitalzuflüsse die umlaufende Geldmenge erhöhen und dadurch Inflation bewirken. Tatsächlich war zwar das erstere, nicht aber das zweite in einem auffälligen Maße der Fall. Vielmehr waren gerade die asiatischen Länder für ihre – im Vergleich mit anderen Entwicklungsländern – dauerhaft niedrigen Inflationsraten bekannt.

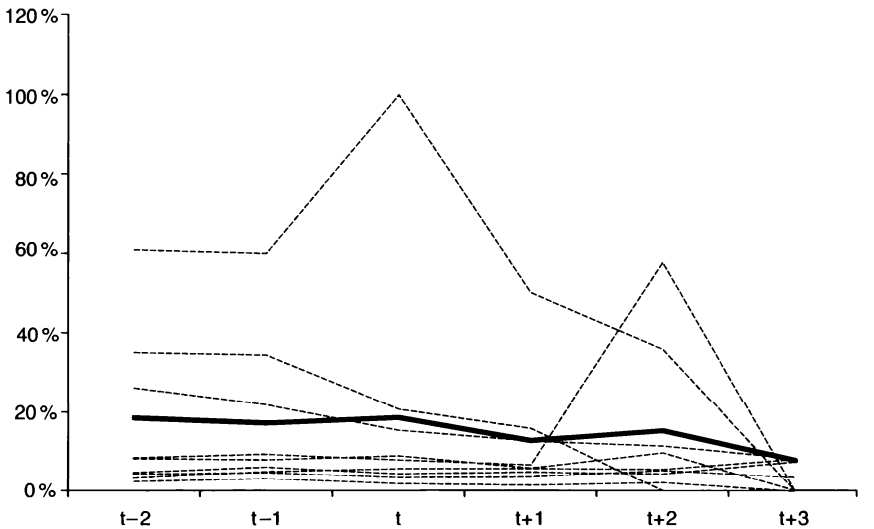
Diesen ersten Eindruck belegt die folgende Untersuchung. Danach werden für die Gruppe der Schwellenländer mit größerem Kapitalzustrom jeweils zwei Perioden unterschieden: zum einen die Jahre nach einem deutlichen Anstieg des Kapitalflusses und zum anderen die Jahre vor diesem Zeitpunkt. Für die damit insgesamt sechs Jahre sind in *Abbildung 5* die durchschnittlichen Inflationsraten abgetragen, wobei die einzelnen Länder ungewichtet in den (fett eingezeichneten) Durchschnitt eingehen. Obwohl man davon ausgehen kann, dass Zeiten von Kapitalzuflüssen wirtschaftlich prosperierende Zeiten für das jeweilige Land sein werden, und dadurch die Inflationsrate tendenziell höher liegen wird, ist der Effekt im Durchschnitt aller Länder offensichtlich vernachlässigbar. Im Einzelfall kann es allerdings auch zu einem leichten Anstieg kommen, wie man an den eingezeichneten Einzelfällen im Abbildung 5 sehen kann. Dennoch: Der Kapitalstrom und damit einhergehende Kreditausweitung nahm nicht die traditionellen Bahnen.

Vielmehr floss das ausländische, zusätzliche Kapital häufig in den Investitionsgütersektor und dabei nicht zuletzt auf den Markt für bereits bestehendes Kapital, sprich Immobilien und Aktien. Dort kam es zu kräftigen Preissteigerungen in einem Ausmaß, dass man durchaus von einer Vermögenspreisinflation, oder kurz: Asset Inflation, sprechen kann. Empirische Evidenz für den asiatischen Fall liefern eine BIZ-Studie (BIS 1998) sowie Sarno und Taylor (1999).

Asset Inflation zählt leider zu den Problemen, auf die die Wirtschaftspolitik noch keine wirklich überzeugende Antwort gefunden hat.[28] Sicherlich, man kann darauf mit massiver monetärer Restriktion reagieren, doch die volkswirtschaftlichen Kosten sind enorm. Besser wäre es gewesen, vorbeugend zu reagieren. Doch welche Zentralbank hat den Mut, eine nicht-inflationäre Expansion geldpolitisch abzuwürgen, aus Angst, die Asset Preise könnten inflationieren? Insofern sind die möglichen Kosten massiver Kapi-

[28] Vgl. Hesse/Braasch, 1999 und Remsperger/Domanski, 2003.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



Quelle: IFS, Zeile 64ZF (Verbraucherpreise). Durchschnitt gebildet aus 9 Ländern: Chile, Indonesien, Korea, Malaysia, Mexiko, Philippinen, Singapur, Thailand, Venezuela. Brasilien und Argentinien wurden wegen der hohen Inflationsraten aus dem Schaubild ausgenommen, weisen jedoch in etwa den Trend des Durchschnittes auf.

Abbildung 5: Inflationsraten vor und nach einem Kapitalimportschock

talzuflüsse erkennbar, doch nicht eine angemessene sowie zugleich praktikable Politik.

E. Einige wirtschaftspolitische Schlussüberlegungen

Wie könnten oder sollten die betroffenen Schwellenländer mit der oben beschriebenen Situation umgehen? Vermutlich liegt der Fall in jedem einzelnen Land wieder ein wenig anders, wie beispielhaft die Untersuchung zum Zinszusammenhang mit den USA gezeigt hat. Dennoch gibt es vier gemeinsame Problembereiche, die im letzten Abschnitt D. angesprochen worden waren:

- Häufig sind erstens die institutionellen Voraussetzungen einer effizienten geldpolitischen Steuerung nicht gegeben.
- Zweitens ergibt sich bei außenwirtschaftlicher Öffnung verschiedentlich ein hoher Einfluss der Weltkapitalmärkte auf das heimische Zinsniveau.
- Drittens geht dieser internationale Zinseinfluss nicht unbedingt mit einer Steigerung der Preiseffizienz einher.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- Damit überrascht viertens auch nicht, dass starke Kapitalzuströme in vielen Ländern zu einer Asset Inflation geführt haben, die nur krisenhaft bewältigt werden konnte.

Will man am Ausmaß der Kapitalverkehrsliberalisierung festhalten, um damit verbundene Vorteile zu realisieren, so lassen sich die Probleme am ehesten durch möglichst vollkommene Ausrichtung auf die internationalen Finanzmärkte lösen. Dazu zählen bspw. flexible Wechselkurse und vollständige Kapitalverkehrsliberalisierung.[29] In diesem Sinne wird das eingangs gestellte Problem – nationale Geldpolitik versus internationale Investoren – in gewissem Sinne schlicht negiert, denn eine strikt internationale Orientierung bedeutet gerade den Verzicht auf nationale Stabilisierungspolitik, wozu auch die Geldpolitik beitragen kann. Würde man aber rein national orientierte Geldpolitik betreiben, so erwiese sich die Autonomie aufgrund der möglichen Anpassungskosten wohl schnell als trügerisch.

Der Nachteil dieser Vorgehensweise scheint zu sein, dass die Märkte nicht so perfekt funktionieren, wie sie es müssten, damit die Vorteile internationaler Kapitalallokation auch ungeschmälert realisiert werden können. Wenn der kurzfristige Kapitalverkehr mit hoher Volatilität behaftet ist und internationale Finanzinvestitionen starken nicht-fundamentalen Einflüssen unterliegen, dann produzieren diese internationalen Kapitalströme volkswirtschaftliche Kosten. Diese Kosten können durch Entwicklung der Marktinstitutionen gemildert werden, wozu die Vertiefung der Geldmärkte oder die Verbesserung der Informationslage auf den Märkten und eine qualifiziertere Finanzmarktaufsicht zählen. Dies ist wohl der „Mainstream" der gegenwärtigen Reformdiskussion, vertreten etwa durch den IWF.

So lange aber Schwellenländer durch vergleichsweise weniger perfekte Finanzmärkte gekennzeichnet sind und gleichzeitig die Integrationsvorteile, wie sie bspw. in der eng verflochtenen und institutionell entwickelten Europäischen Währungsunion realisiert werden, eher gering sind, so lange ist die Nutzen-Kosten-Relation einer Einbindung in internationale Finanzmärkte deutlich geringer als z. B. für die europäischen Länder.[30] Im Umkehrschluss bleiben dann die Stabilisierungsmöglichkeiten der Geldpolitik wichtiger und diese lassen sich unter den gegebenen Umständen nicht anders als durch eine gewisse Regulierung des internationalen Kapitalverkehrs sichern; eine Akzentsetzung, die vor allem einen längeren Zeitbedarf für eine zweckmäßige Integration in internationale Finanzmärkte sieht als häufig unterstellt.

---

[29] Vgl. hierzu bspw. den Meltzer-Plan, IFIAC 2000, bzw. kritisch dazu Frenkel/Menkhoff, 2000a.

[30] Vgl. World Bank, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Literatur

Bekaert, Geert, Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets, World Bank Economic Review, Vol. 9, 1995, No. 1, S. 75–107.

BIS [Bank for International Settlements], 68th Annual Report, Basle 1998.

Braasch, Bernd, Zur Professionalisierung des Anlageverhaltens und ihren Auswirkungen auf den internationalen Zinszusammenhang und die Geldpolitik, in: Bernhard Gahlen, Helmut Hesse und Hans-Jürgen Ramser (Hrsg.): Finanzmärkte, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Vol. 26, Tübingen: Mohr, 1997, S. 331–352.

Calvo, Guillermo A./*Leiderman*, Leonardo/*Reinhart*, Carmen M., Inflows of Capital to Developing Countries in the 1980s, Journal of Economic Perspectives, Vol. 10, No. 2, 1996, S. 123–139.

Choe, Hyuk/*Kho,* Bong-Chan/*Stulz,* René M., Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997, Journal of Financial Economics, Vol. 54, No. 2, 1999, S. 227–264.

Cooper, Richard N., Should Capital Controls Be Banished?, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, 1999, S. 89–141.

De Long, J. Bradford/*Schleifer*, Andrei/*Summers*, Lawrence H./*Waldmann*, Robert J., Noise Trader Risk in Financial Markets, Journal of Political Economy, Vol. 98, 1990, S. 703–738.

Devenov, Andrea/*Welch,* Ivo, Rational Herding in Financial Markets, European Economic Review, Vol. 40, 1996, S. 603–615.

Dickey, D. A./*Fuller,* W. A., Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root, Journal of the American Statistical Association, Vol. 74, 1979, S. 427–431.

Flood, Robert/*Rose,* Andrew K., Fixing Exchange Rates: A Virtual Quest for Fundamentals, Journal of Monetary Economics, Vol. 36, 1995, S. 3–37.

Frenkel, Michael/*Menkhoff,* Lukas, Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue Internationale Finanzarchitektur, Berlin et al.: Springer 2000.

– Welchem Rezept folgt Meltzers IWF-Diät?, Wirtschaftsdienst, Vol. 80, H. 4, 2000a, S. 218–224.

Frömmel, Michael/*Menkhoff,* Lukas, Trends in Exchange Rate Volatility During the Recent Float, Arbeitspapier 2000.

Hauskrecht, Andreas, Die Rolle der Finanzmärkte in der Asienkrise (Koreferat), in: Renate Schubert (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise; Schriften des Vereins für Socialpolitik N.F., Berlin: Duncker & Humblot, 2000.

Hesse, Helmut/*Braasch,* Bernd (1999): „Asset Inflation" aus geld- und währungspolitischer Sicht, in: Irmgard Nübler und Harald Trabold (Hrsg.): Herausforderungen an die Wirtschaftspolitik an der Schwelle zum 21. Jahrhundert; Festschrift für Lutz Hoffmann zum 65. Geburtstag, Berlin: Duncker & Humblot, 2000, S. 215–237.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

IFIAC [International Financial Institutions Advisory Commission], Report, http://www.phantom-x.gsia.cmu.edu/IFIAC, 2000.

IMF [International Monetary Fund], International Capital Markets, August, Washington D. C., 1995.

– International Capital Markets, August, Washington D.C., 1997.

– International Capital Markets, September, Washington, D.C., 1998.

Johansen, Soren, Likelihood-based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models, Oxford University Press, 1995.

Kim, Woochan/*Wie,* Shang-Jin, Foreign Portfolio Investors Before and During a Crisis, NBER Working Paper, 6968, 1999.

Kirchgässner, Gebhard/*Wolters,* Jürgen, Does the DM Dominate the Euro Market? An Empirical Investigation, Review of Economics and Statistics, Vol. 75, 1993, S. 773–778.

Menkhoff, Lukas, Steuerung der Zinsen bei globalen Finanzmärkten?, in: Bernhard Gahlen, Helmut Hesse und Hans-Jürgen Ramser (Hrsg.): Finanzmärkte; Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Vol. 26, Tübingen: Mohr, 1997, S. 299–322.

– Die Rolle (inter)nationaler Finanzmärkte in der Asienkrise, in: Renate Schubert (Hrsg.): Ursachen und Therapien regionaler Entwicklungskrisen – Das Beispiel der Asienkrise; Schriften des Vereins für Socialpolitik N.F., Berlin: Duncker & Humblot, 2000.

Phillips, P. C. B./*Perron,* P., Testing for a Unit Root in Time Series Regression, Biometrika, Vol 75, 1988, S. 335–346.

Remsperger, Hermann/*Domanski,* Dietrich, Vermögenspreise und Geldpolitik, in diesem Sammelband, 2003.

Rohde, Armin, Internationalisierung der Geldpolitik, Eine Analyse internationaler Einflüsse auf die nationale Geldpolitik, Berlin: Duncker & Humblot, 1996.

Sarno, Lucio/*Taylor,* Mark P., Moral Hazard, Asset Price Bubbles, Capital Flows, and the East Asian Crisis: The First Tests, Journal of International Money and Finance, Vol. 18, 1999, S. 637–657.

Taylor, Lance, Capital Market Crises: Liberalization, Fixed Exchange Rates and Market-Driven Destabilization, Cambridge Journal of Economics, Vol. 22, 1998, S. 663–676.

Taylor, Mark P./*Sarno,* Lucio, Capital Flows to Developing Countries: Long- and Short-Term Determinants, World Bank Economic Review, Vol. 11, No. 3, 1997, S. 451–470.

World Bank, Global Economic Prospects and the Developing Countries, Beyond Financial Crisis, Washington, D.C.: World Bank, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Strategien der westeuropäischen Banken

– Konzeptionelle Anpassungszwänge für die Europäische Zentralbank? –

Von Manfred Borchert*

A. Einleitung

Die traditionelle Theorie suggeriert, geldpolitische Impulse der Zentralbank träfen als Geldangebot auf die Geldnachfrage und bewirkten – je nach den aktuellen Gegebenheiten der Wirtschaft (Investitionen, Arbeitsmarkt etc.) – Mengen- und/oder Preiseffekte. Die Rolle der Banken als Mittler zwischen Zentralbank und Geldnachfragern bleibt dabei außer Acht; es wird also impliziert, dass entweder Banken gar keine Rolle spielten oder aber – wohlmeinend – dass sie stets in gegebener (und zwar stetiger) Weise reagierten.

Die Liquiditätstheorie von *Claus Köhler* scheint in Vergessenheit geraten zu sein. Doch spielt – ohne auf seine ursprüngliche Theorie eingehen zu wollen – gerade das Refinanzierungsverhalten der Banken wie auch deren Disintermediation für den Transmissionsprozess geldpolitischer Impulse eine erhebliche Rolle. Dies wird insbesondere dann offensichtlich, wenn verschiedene, nationale Bankenmärkte – wie in der EWU – zusammenwachsen. Jetzt richten sich die Strategien der Banken bei ihrer Kreditpolitik neu aus!

Im nächsten Abschnitt, dem *Teil B.* dieses Beitrags, wird auf mögliche Refinanzierungsquellen der westeuropäischen Banken eingegangen. Es wird dabei allerdings *nicht* zwischen Banken der EWU (also den *ins*), solchen in Mitgliedsländern der EU, aber (noch) außerhalb der EWU (also den *pre-ins*) und solchen in Ländern außerhalb der EU (also den *outs*), wie etwa der Schweiz, unterschieden.

Im *Teil C.* wird zunächst die Bankenstruktur in Westeuropa beschrieben, um anschließend auf die Strategien der bedeutendsten Bankengruppe – der Geschäftsbanken – einzugehen. Anhand der Bilanzen sowie der GuV-Rech-

---

* Angefertigt für das Symposion des *Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung* am 30./31.3.2000 in Berlin.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nungen der 50 größten Geschäftsbanken Westeuropas werden deren Strategien bei der Kreditvergabe sowie deren Disintermediation bei der Begleitung von Kreditnehmern auf den Kapitalmarkt beschrieben. Dabei spielen auch die M&A-Aktivitäten der westeuropäischen Banken eine Rolle.

Im *Teil D.* wird noch kurz auf die Bedeutung der Strategien westeuropäischer Banken für geldpolitische Konzeptionen verwiesen.

B. Refinanzierung der Banken

I. Grundlegende Refinanzierungsquellen

Die Refinanzierung der Banken wird insbesondere von vier Faktoren bestimmt, die die Beziehung zwischen ihren verfügbaren Reserven und ihrem Kreditangebot beeinflussen:[1]

- dem Kreditangebot von sekundären Finanzintermediären,
- ihrer Fähigkeit, bei einer restriktiven Geldmengenpolitik mit einer Anpassung ihrer Aktiva zu reagieren (anstatt ihre Kredite zu reduzieren),
- ihrer Fähigkeit, ihre Kunden zu Umschichtungen von deren Einlagen in nichtmindestreservepflichtige Anlagen zu bewegen und
- der Existenz von Risiko-Auflagen (*risk-based capital requirements;* in Deutschland gilt das 12,5-fache des Eigenkapitals als Maximum bei der Kreditvergabe an einzelne Bankenkunden, in den USA z.B. 10% des Eigenkapitals).

Zur Illustration soll von der Grobstruktur einer Bankbilanz ausgegangen werden, um die möglichen Refinanzierungsalternativen einer Bank und die möglichen Ansatzpunkte für die Geldpolitik vereinfacht darstellen zu können.

vereinfachte Bankbilanz

Kasse	C_1	Einlagen von Kreditinstituten	EK
Zentralbank	C_2	Einlagen von Nichtbanken	
Kredite an Kreditinstitute	KK	– Sichteinlagen	E
Kredite an Nichtbanken	K	– andere Depositen	R
Wertpapiere	W	Inhaberschuldverschreibungen	R

[1] Anil K. Kashyap/Jeremy C. Stein, 1993, S. 14.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wird außerdem der Einfachheit halber angenommen, dass sich Interbankenforderungen und -verbindlichkeiten ausgleichen, also $KK = EK$ – was in der Realität so nicht gilt – und zunächst $C = C_1 + C_2$, so ergibt sich die Identitätsgleichung (1) mit

$$C + K + W = E + R. \tag{1}$$

Die Kasse einer Bank besteht regelmäßig aus *working balances,* um täglichen Auszahlungen an Kunden nachkommen zu können; diese *working balances* sind mit einem Erfahrungssatz c abhängig von den jederzeit verfügbaren Einlagen E, also

$$C_1 = c \cdot E. \tag{2a}$$

Zentralbankguthaben C_2 bestehen regelmäßig aus Mindestreserveverpflichtungen sowie einer Liquiditätssicherheit, die hier der Einfachheit halber vernachlässigt wird.

Nimmt man als Mindestreservesätze r_i (wobei sich i auf unterschiedliche Bilanzpositionen bezieht) an, so folgt

$$C_2 = r_E \cdot E + r_R \cdot R + r_W \cdot W, \tag{2b}$$

wobei natürlich auch jeder einzelne Mindestreservesatz mit dem Wert Null unterstellt werden kann. Aus den Gleichungen (2a) und (2b) folgt schließlich

$$C = C_1 + C_2 = (c + r_E) \cdot E + r_R \cdot R + r_W \cdot W. \tag{2c}$$

In Gleichung (1) sind allerdings noch zusätzliche Beziehungen zu berücksichtigen:

A. Das Refinanzierungsvolumen R einer Bank steht in einem bestimmten Verhältnis zur Schöpfung von Krediten K und damit von Sichteinlagen E. Kredite werden in aller Regel deshalb aufgenommen, um unmittelbar Zahlungen (in C_1 oder E) vornehmen zu können.

B. Wertpapiere W werden von Banken auch zur Liquiditätsanlage gehalten und können bei Bedarf in Zentralbankguthaben C_2 (allerdings nur zum Teil!) transferiert werden, um Kredite zu schöpfen.

Betrachtet man zunächst die *passivische Refinanzierung* von Banken *(Beziehung A.)* bei zurückhaltender Geldpolitik – also bei $\Delta C = 0$ –, so gilt bei einer Umschichtung eines Teils ΔE_B der Sichteinlagen *(Bodensatz)* in andere Depositen ceteris paribus als Kreditschöpfungsspielraum ΔK

$$\Delta K = \frac{(r_E + c - r_R)}{r_E + c} \Delta E_B; \tag{3}$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

d.h. auch dann, wenn die Mindestreservesätze alle identisch sind, lohnt sich eine Umschichtung von Einlagen für eine Bank, da nur für Sichteinlagen *working balances* gehalten werden müssen.

Betrachtet man die *aktivische Refinanzierung* von Banken *(Beziehung B.)*, so könnten zentralbankfähige Aktiva im Umfang ΔW an die Zentralbank gegen monetäre Basis ΔC_2 verkauft werden, um anschließend wieder zusätzliche Kredite ΔK und uno actu zusätzliche Sichteinlagen ΔE zu schöpfen. Der Kreditschöpfungsspielraum einer Bank ist dann mit

$$\Delta K = \frac{1}{(r_E + c)} \Delta W \tag{4}$$

gegeben.

Bei *anderen* als den zentralbankfähigen Wertpapieren – also bei zurückhaltender Geldpolitik ($\Delta C = 0$) – können diese am Markt verkauft werden (Bilanzverkürzung bei der Bank), was es dieser dann ermöglicht, im selben Umfang Kredite und damit zugleich den Umfang der Sichteinlagen auf das ursprüngliche Niveau anzuheben, sofern $r_W = 0$. Ist $r_W > 0$, gilt also

$$\Delta K = \frac{r_w + r_E + c}{r_E + c} \Delta W,$$

so werden durch den Verkauf von Wertpapieren am Markt durch Banken sowohl Mindestreserve auf Wertpapiere wie auch auf beim Kauf verwendete Sichteinlagen frei; eine anschließende Kreditschöpfung bindet Zentralbankgeld nur bei Sichteinlagen, so dass mehr Kredite geschöpft werden können als es dem Umfang der verkauften Wertpapiere entspricht. Gesamtwirtschaftlich wird dabei die Allokation der gegebenen Zentralbankgeldmenge optimiert.

Die Möglichkeit der Banken, ihre Kunden zu Depositenumschichtungen (über höhere Zinsangebote) zu veranlassen oder selbst Wertpapiergeschäfte durchzuführen, ist sehr bedeutsam für die geldpolitische Konzeption der Zentralbank und die Wahl ihrer Zwischenziele.

II. Mögliche Refinanzierungsstrategien der Banken in der EWU

Seit 1. Januar 1999 gelten in den Mitgliedsländern der EWU einheitliche Mindestreservesätze $r_E = r_R = 2\%$. Konzeptionell kann jedoch auch

$$r_E \geq r_R \geq r_W \geq 0$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gelten. Der Bargeldkoeffizient (des Publikums) wie auch der Kassenhaltungskoeffizient der Kreditinstitute c_i weicht in allen Mitgliedsländern voneinander ab,

$$c_i > c_j > 0 \quad \text{mit} \quad i \neq j.$$

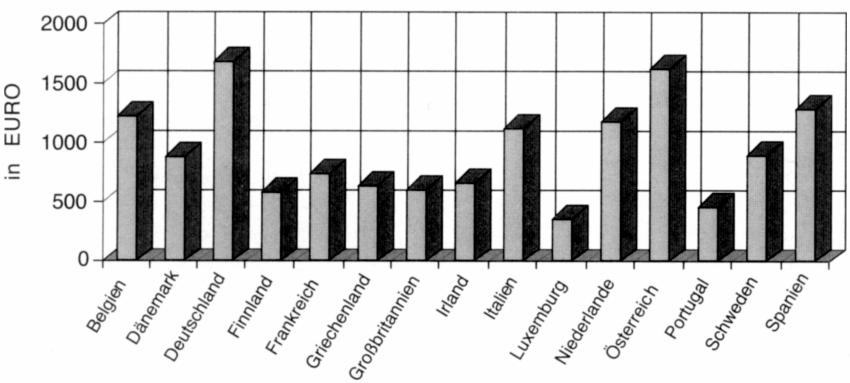
Bei *passivischer Refinanzierung* der Kreditinstitute ergibt sich daher nach Gleichung (3)

(3a) $$\Delta K = \frac{(r_E + c_i - r_R)}{(r_E + c_j)} \cdot \Delta E_B,$$

dass die Kreditinstitute bei zurückhaltender Geldpolitik der Europäischen Zentralbank den größten Umfang an Krediten dann zu schöpfen in der Lage sind, wenn

- im Land mit dem höheren Bargeldbedarf c_i Bankkunden zu Umschichtungen ihrer Einlagen (Bodensatz) angeregt *und*
- im Land mit dem niedrigeren Bargeldbedarf c_j Bankkunden mit den dadurch entstehenden Überschussreserven zusätzliche Kredite geschöpft werden.

Länder mit *höherem Kassenhaltungskoeffizienten* c_i sind insbesondere Deutschland, Österreich, die Niederlande, Spanien und Italien. Ländern mit *niedrigerem Kassenhaltungskoeffizienten* c_j u. a. Dänemark, Frankreich und Großbritannien.



Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten der *International Financial Statistics,* September 1999.

Abbildung 1: Bargeld pro Kopf der Bevölkerung im Jahr 1998

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Allerdings ist eine solche internationale Allokation von Überschussreserven durch den Umfang an Bodensatz-Einlagen im Land mit dem höheren Bargeldbedarf begrenzt. Immerhin aber ist es für die Kreditinstitute vorteilhaft, die Refinanzierung ihrer Kredite zunächst in Ländern mit höherem Bargeldbedarf zu beginnen. Einschränkend muss auch zugestanden werden, dass vor allem bei zusätzlichen Großkrediten kaum besondere Vorsorge für die Kassenbestände bei den Kreditinstituten getroffen zu werden braucht. Dies bedeutet, dass für diese Großkredite der Kassenhaltungskoeffizient c insofern überall relativ gering sein wird. Da dann diese aber in der Folge zu Zahlungen – auch bei den ursprünglichen Zahlungsempfängern – führen, ergibt sich national aber genau der durch Gleichung (3a) beschriebene Effekt.

Bei *aktivischer Refinanzierung* der Kreditinstitute bei der Zentralbank ergibt sich nach Gleichung (4) nun

$$\Delta K = \frac{1}{(r_E + c_j)} \Delta W, \tag{4a}$$

so dass mit dem Verkauf zentralbankfähiger Wertpapiere vorteilhaft Kredite insbesondere in Ländern mit niedrigerem Kassenhaltungskoeffizienten c_j zusätzlich geschöpft werden können. Dies gilt auch für den Fall eines Verkaufs von Wertpapieren durch Kreditinstitute an der Börse.

Eine länderübergreifende Geschäftspolitik der Kreditinstitute bietet sich insbesondere für Großbanken mit Auslandsfilialen oder Bankenclubs (Kooperation zwischen Banken wie EBIC, ABECOR oder EUROPARTNERS) an.

Doch auch für weiterhin allein *national* – genauer: regional – *agierende Kreditinstitute* ergibt sich eine Besonderheit: Für sie gilt nach wie vor Gleichung (3) mit einheitlichem Wert für den Kassenhaltungskoeffizient der Banken c_i. Für den Fall einer Mindestreservenverpflichtung von passivischen Refinanzierungsquellen R mit $r_R = 0$ gilt

$$\Delta K = \frac{r_E + c_i}{r_E + c_i} \cdot \Delta E_B \quad \text{für } \textit{passivische Refinanzierung} \tag{3b}$$

und bei nicht-zentralbankfähigen Wertpapieren

$$\Delta K = \Delta W \quad \text{für } \textit{aktivische Refinanzierung beim Publikum.} \tag{4b}$$

Banken werden sich dann bei der Refinanzierung indifferent verhalten, solange $r_R = r_W = 0$ gilt. Dies ändert sich aber sofort dann, wenn $r_R > r_W \geq 0$. In diesem Fall werden auch die regionalen Kreditinstitute eine aktivische Refinanzierung bevorzugen!

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die europäischen Länder unterscheiden sich insbesondere nach solchen, in denen Kredite von Banken insbesondere passivisch refinanziert werden *(German type),* und solchen, in denen Bankkredite in beachtlichem Umfang aktivisch über den Verkauf von Wertpapieren refinanziert bzw. in denen Investitionen am Kapitalmarkt finanziert werden *(Anglo-Saxon type).*[2]

Inzwischen haben auch in Deutschland einige Banken damit begonnen, Teile ihrer Kreditforderungen an von ihnen unabhängige *ABS-Gesellschaften* zu verkaufen, die wiederum in diesem Umfang *asset-backed securities* an Nichtbanken verkaufen;[3] damit ist es den Banken dann möglich, ihr Kreditangebot im Umfang der Disintermediation über *ABS-Gesellschaften* aufzufüllen.

Dabei verschwindet das Kreditvolumen aus der Bankbilanz, und es erscheint nur der Provisionsertrag in der Gewinn- und Verlust-Rechnung.

Der Anteil des Investitionsvolumens als Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, der in den Jahren 1964 bis 1992 (a) über Bankkredite und (b) über den Kapitalmarkt finanziert wurde, weicht in den Mitgliedsländern der EU beträchtlich voneinander ab[4], wie Abbildung 2 zeigt.

In dieser Graphik sind die „Bankkredite" als Bestand des Kreditvolumens der Banken an Private natürlich umfangreicher als die Investitionskredite, und der Bestand der Investitionsfinanzierung über den „Kapitalmarkt" stellt als *market capitalization* von notierten Eigentumsanteilen nicht auf die gesamte Wertpapieremission ab; der Bezug auf das Bruttoinlandsprodukt dient nur der Vergleichbarkeit unterschiedlich großer Länder: Die Betrachtung eines längeren Zeitraums lässt dann – mit gewissen Einschränkungen – dennoch den Schluss zu: Die westeuropäischen Länder (unter Berücksichtigung der USA als Referenz) unterscheiden sich in ihrem Finanzierungsverhalten.

Ergebnis: Die westeuropäischen Banken innerhalb der EWU unterscheiden sich in ihrem Refinanzierungsverhalten und in ihrem Engagement, ihre Kunden an die Börse zu begleiten. Da sie aber alle dieselbe Währung anbieten, wird sie ihr Wettbewerb untereinander zu einer Strategie hin zu aktivischer Refinanzierung oder zu Disintermediation führen.

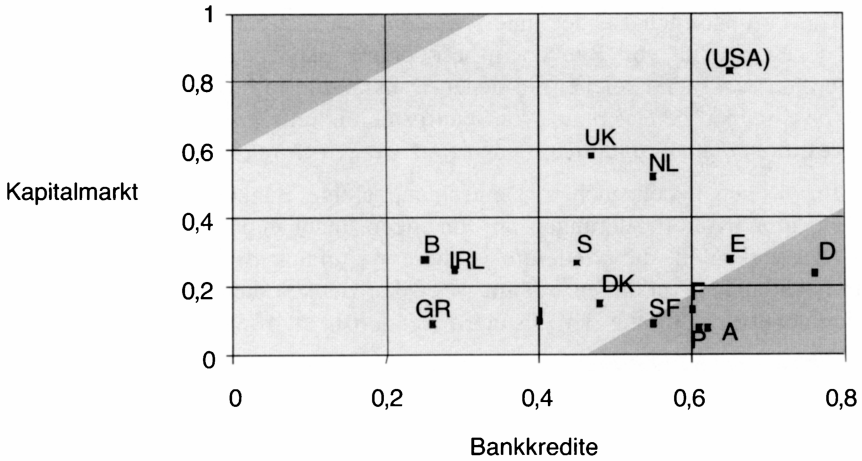
---

[2] Stanley Black, 1996, S. 11.

[3] Deutsche Bundesbank, 1997, S. 57. Da mit einer harmonisierten Regelung innerhalb der Europäischen Union in naher Zukunft nicht zu rechnen ist, hat das BAK bestimmte Anforderungen an solche Verkäufe von Kreditforderungen an *ABS-Gesellschaften* gestellt; vgl. op. cit., S. 63 ff.

[4] Stanley W. Black/Mathias Moersch, 1998, S. 159.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



Quelle: Stanley W. Black/Mathias Moersch, Financial Structure, investment and economic growth in OECD countries, in: *Stanley W. Black/Mathias Moersch* (Ed.), Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models, Amsterdam et al. 1998, S. 159.

Abbildung 2: Finanzierung der Investitionen in den Ländern der Europäischen Union als Anteile am BIP

C. Bankenstruktur und Bankenverhalten in der EWU

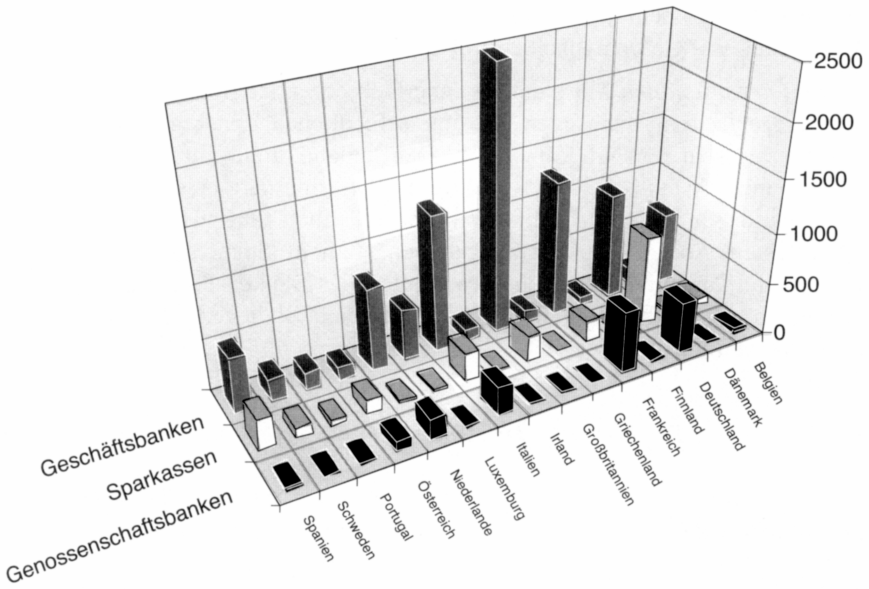
I. Strategische Bankengruppen

1. Bedeutung der europäischen Bankengruppen

Innerhalb des westeuropäischen Banksystems gibt es drei strategische Gruppen, die sich in ihrer Rechtsform wie auch ihrer Unternehmensphilosophie unterscheiden:

- *Geschäftsbanken*: gewöhnlich als Aktiengesellschaften organisiert, aber auch als Personengesellschaften.
- *Sparkassen*: öffentlich-rechtliche Institutionen als „Bank der Kommune". Ihre Marktgrenzen sind lokal begrenzt, und ihre Hauptquelle der Refinanzierung von Krediten sind Spareinlagen.
- *Genossenschaftsbanken*: als Genossenschaft organisiert, d.h. die Kunden sind über Anteilsscheine zugleich Eigentümer der Bank. Im 19. Jh. als Selbsthilfeorganisationen bei der Kreditbeschaffung im ländlichen Raum entstanden, basiert ihr Erfolg auf dem idiosynkratischen Wissen der Eigentümer über die Kreditwürdigkeit der Kunden. Genossenschaftsbanken sind daher gewöhnlich regional oder branchenspezifisch begrenzt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten der Berichte der Europäischen Sparkassenvereinigung 1998, der Europäischen Genossenschaftsbanken 1998 und Allgemeinen Statistik der Europäischen Geschäftsbanken 1998.

Abbildung 3: Bilanzvolumen der nationalen Bankengruppen in Mrd. ECU, 1997

Diese strategischen Bankengruppen spielen in den Mitgliedsländern der Europäischen Union EU eine unterschiedliche Rolle.

Die Marktanteile innerhalb eines nationalen Bankenmarkts unterscheiden sich sehr stark. Insbesondere in Deutschland spielt der Sparkassensektor mit einem Marktanteil zwischen 30% und 40% eine erhebliche Rolle.

Der Genossenschaftssektor ist insbesondere in Frankreich, Deutschland, Italien und den Niederlanden sehr stark vertreten.

Da im Jahr 2000 die französischen Sparkassen in Genossenschaftsbanken umgewandelt wurden, ist der Anteil der Genossenschaftsbanken am gesamten Bankenmarkt in Frankreich auf ungefähr 40% ausgedehnt worden. Allerdings ist es dort nun auch möglich, dass Genossenschaftsbanken mit Geschäftsbanken verschmelzen.

Abhängig von den *nationalen* Marktanteilen der Genossenschaftsbanken und der Sparkassen ergeben sich für die Geschäftsbanken unterschiedliche nationale Marktanteile. Wegen der starken Präsenz der Genossenschaftsban-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ken und Sparkassen in Deutschland und Österreich ist dort der nationale Marktanteil der Geschäftsbanken mit 30% bis 40% relativ gering.

Die *internationalen* Marktanteile innerhalb der strategischen Bankengruppen konzentrieren sich wegen der unterschiedlichen Ländergrößen bei Genossenschaftsbanken auf Frankreich, Deutschland, Italien und den Niederlanden, mit Abstand noch auf Österreich. Die internationalen Marktanteile der Sparkassen konzentrieren sich hauptsächlich auf Deutschland, mit erheblichem Abstand auf Großbritannien, Italien, Spanien und weiterhin Österreich. Der intraeuropäische Marktanteil des Bankensektors ist in Großbritannien am stärksten, gefolgt von Frankreich, Italien, Deutschland, den Niederlanden und Belgien.

2. Produktivität der strategischen Bankengruppen

Ein einfaches Maß für die Produktivität einer Bank ist die Quote „Bilanzvolumen/Beschäftigte" (*total assets/employees*). Die höchste *staff-productivity* weisen dabei innerhalb der Gruppe der Geschäftsbanken Belgien, Österreich, die Niederlande, Großbritannien und Frankreich auf, mit Abstand gefolgt von Schweden, Deutschland, Irland und Finnland. Der Sparkassensektor ist innerhalb der EU am produktivsten in Griechenland (?), Belgien, den Niederlanden, Schweden und Frankreich. Innerhalb des Genossenschaftssektors sind Belgien, die Niederlande, Italien am produktivsten. Deutschland, z.B., nimmt innerhalb aller Bankengruppen allenfalls einen Mittelplatz ein.

Ergebnis: Alle Bankengruppen, insbesondere deutsche, werden versuchen, die Produktivität durch Kostenreduktion und/oder Effizienzsteigerungen zu erhöhen. Dabei werden sich die Zinssätze für Kredite und Einlagen einander annähern; dies führt zur weiteren Spezialisierung der Banken[5].

Die deutschen Genossenschaftsbanken haben angekündigt, die Zahl ihrer selbständigen Institute von ungefähr 2222 (im Jahr 1999) auf 800 durch Zusammenschlüsse zu verringern.[6] Da sich dadurch keine neuen Bankkunden gewinnen lassen, kann die Produktivität nur durch Stellenabbau gesteigert werden[7]; dies muss nicht unbedingt kurzfristig erfolgreich sein, da dem Arbeitsgesetze entgegenstehen.[8] Stellenabbau durch Konzentration ist also ein mittel-/langfristiges Ziel. Aber auch der deutsche Sparkassensektor wird

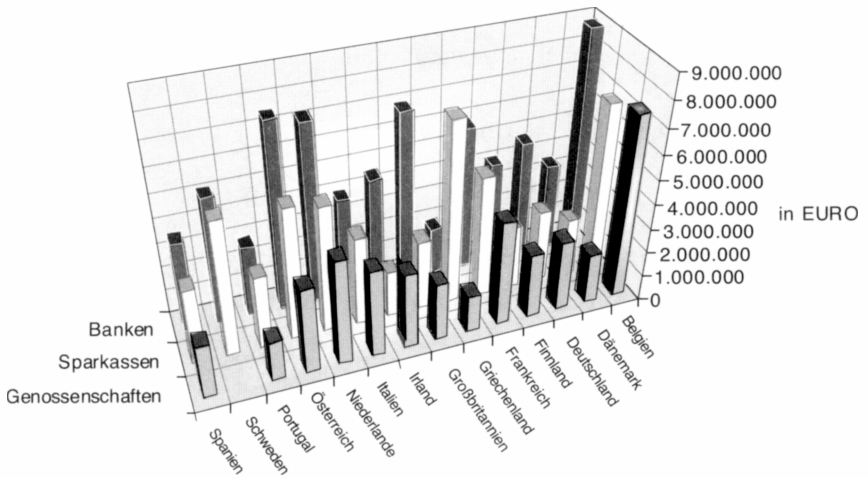
---

[5] Zsolt Becsi/Ping Wang/Mark Wynne, 1998, S. 24.

[6] Frankfurter Allgemeine Zeitung, 21. Juni 1999, S. 22.

[7] In einem Überblick aus 9 US-amerikanischen Fallstudien fand *Rhoades*, dass „generally, the largest volume of cost reductions was associated with staff reductions and data processing systems and operations." Cf. Stephen A. Rhoades, 1998, S. 285.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



Quelle: Eigene Berechnungen nach Daten der Berichte der Europäischen Sparkassenvereinigung 1998, der Europäischen Genossenschaftsbanken 1998 und Allgemeinen Statistik der Europäischen Geschäftsbanken 1998.

Abbildung 4: Arbeitsproduktivität – total assets/employees

nicht umhin können, die Zahl seiner Angestellten durch Schließen von Filialen zu reduzieren, um die Kosten zu senken.

II. M&A-Aktivitäten europäischer (Groß-)Banken

Unternehmen können ihre Effizienz durch M&A steigern, wenn sie damit ihre Kosten reduzieren und/oder ihr Leistungsangebot steigern können. Allgemein kann der cash-flow einer Verbundunternehmung gemäß der

(a) *information-hypothesis* (die aufkaufende Firma hat exklusive Informationen über die aktuelle Unterbewertung der aufzukaufenden Unternehmung),

(b) *market power hypothesis* (Möglichkeit zur Monopolisierung),

(c) *synergy hypothesis* (Möglichkeit zur Kostenreduktion nach dem Zusammenschluss),

---

[8] Italienische Bankenzusammenschlüsse, z. B., führten bisher nicht zu Kostensenkungen, weil die Sozialgesetze eine Entlassung von Angestellten sehr schwierig macht. Cf. Andrea Resti, 1998, S. 168; ebenso Yener Altunba*s, Philip Molyneux und John Thornton, 1996, S. 12.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

(d) *tax hypothesis* (Unterfall der synergy hypothesis),

(e) *inefficient management hypothesis* (hinsichtlich der aufzukaufenden Firma),

(f) *institutional hypothesis* (size),

gesteigert werden.

Insbesondere die size-Hypothese wird regelmäßig als Argument für merger und acquisitions unterschätzt: Sie umfasst die

- Unternehmensgröße (size; „we support our clients in markets around the globe“[9]),
- large exposure control (Großkrediteregelung).

Empirische Untersuchungen (39 Studien) über Bankenzusammenschlüsse in den USA ergaben, dass sich sowohl die Kosteneffizienz wie auch die Profitabilität durch mergers nicht verbesserten[10], was auch für die gesonderte Gruppe allein der megamergers gilt.[11] Traditionelle Motive für M&A-Aktivitäten scheinen sich also in der Realität nicht zu bestätigen.[12] Diese amerikanischen Ergebnisse müssen natürlich nicht mit europäischen übereinstimmen, sie geben aber vielleicht einige Anhaltspunkte.

Synergieeffekte scheinen eher für Banken erzielbar zu sein, die im gleichen Marktsegment operieren; so bewirkten interstate mergers keine (kaum) Vermögenszuwächse für die Anteilseigner, während dies bei intrastate mergers durchaus der Fall war.[13] Auch können kleine Banken durchaus mit großen Interstate-Banken um lokale Marktanteile bei Depositen und Krediten erfolgreich konkurrieren.[14]

Effizienzvorteile durch *Synergieeffekte* bei externem Unternehmenswachstum werden in der *EU* vor allem kleinere Banken innerhalb einer *strategischen Gruppe* (z. B. Genossenschaftsbanken, aber auch einige Sparkassen) zu erzielen versuchen. *Institutionell* könnten intraregionale (nationale) mergers für europäische Großbanken vorteilhaft sein; zwar sind dabei interregionale (internationale) mergers nicht ausgeschlossen, doch bieten diese keine zusätzlichen Vorteile bei der Vergabe von Großkrediten an einzelne Kunden. Im Gegenteil, „a domestic acquirer will always be able to pay more for a bank than a foreigner, because of greater potential cost

---

[9] Werbeanzeige der Deutschen Bank, *Financial Times,* 8. September 1999, S. 7.
[10] Stephen A. Rhoades, 1994.
[11] Allan N. Berger/David B. Humphrey, 1992, S. 598.
[12] Steven J. Piloff/Anthony M. Santomero, 1998, S. 75.
[13] Gabriel Hawawini/Itzhak Swary, 1990, S. 168.
[14] Peter S. Rose, 1992, S. 630.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

savings".[15] Internationale M&A-Aktivitaten werden sich daher eher auf die Spezialisierung des Bankgeschäfts (Boutiquen) fokussieren[16].

Bei der Refinanzierung von Krediten an Nichtbanken spielt häufig nicht so sehr der Bedarf an Zentralbankgeld für Mindestreserven eine Rolle[17], sondern insbesondere die kreditaufsichtsrechtliche Regelung der Begrenzung der Kreditvergabe an das Eigenkapital einer Bank.

Nach dem Basler Abkommen (Basle Accord) von 1988 gilt grosso modo für Großkredite bis zu einem Volumen von 10% vom Eigenkapital der Bank eine Meldepflicht; diese Regelung ist differenziert nach unterschiedlichen Risikoklassen der Kredite.[18] Die Kreditvergabe an einen einzelnen Bankkunden ist auf 25% des Eigenkapitals einer Bank begrenzt.[19]

Eine ähnliche Regelung sieht auch die Deutsche Bundesbank vor, an die alle Großkredite – die das Eigenkapital einer Bank um 15% übersteigen – ohne Verzug der Zentralbank gemeldet werden müssen, ebenso alle Kredite, deren Volumen DM 3 Mio. übersteigen.[20]

Ergebnis: Traditionelle Vorteile von Bank-mergers (Kostenreduktion und Leistungsausweitung) ergeben sich empirisch insbesondere (a) innerhalb einer *strategischen Gruppe* und (b) innerhalb einer Region *(intrastate mergers). Interstate (internationale) mergers* sind eher in Bezug auf Spezialbanken (Boutiquen) wahrscheinlich.

Darüber hinaus sind Bank-mergers auch *institutionell* (Ausdehnung der Vergabebeschränkung bei Großkrediten durch Erhöhung des Eigenkapitals) motiviert. Das Unternehmenswachstum der (Groß-)Banken erlaubt eine einfachere Kreditvergabe an potente Großkreditnehmer nicht nur im eigenen Land, sondern im gesamten Währungsraum der EWU.

III. Faktorenanalyse

1. Bilanzpositionen der westeuropäischen Großbanken

In einer Faktorenanalyse wurden die Schlüsselzahlen der westeuropäischen Großbanken auf 3 Faktoren reduziert. Bei einer größeren Anzahl sich gegenseitig beeinflussender Variablen (z.B. Bilanzpositionen) verschiedener Objekte (z.B. Banken) ist die Faktorenanalyse in der Lage, bestimmte zu

[15] Peter Lee, 1998, S. 44.
[16] The Corporate Finance, 1997, S. 10.
[17] Manfred Borchert, 1999, S. 59 f.
[18] Padraic Walsh, 1994, S. 50.
[19] Joseph Jude Norton, 1994, S. 214.
[20] J. A. Kregel, 1993, S. 672.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Grunde liegende unabhängige Faktoren herauszukristallisieren und damit die Anzahl der erklärenden Variablen zu reduzieren. Die Korrelation zwischen diesen Faktoren und den Ursprungsvariablen ergibt die *Faktorladungen,* die in der Varimax-rotierten Faktormatrix in Tabelle 1 dargestellt sind. Die absoluten Werte der Faktorladungen ordnen die verschiedenen Variablen dem Faktor 1, Faktor 2 oder Faktor 3 zu, die natürlich noch ökonomisch interpretiert werden müssen. Die Korrelation zwischen diesen Faktoren und den Objekten (Banken) führt zu den *Faktorwerten* in Abbildung 5. Die Null-Achsen repräsentieren dabei Durchschnittswerte der Faktoren, wie sie sich für die zu Grunde liegende Untersuchungsmenge ergeben.

Interpretiert wurden

- *Faktor 1* als *passivisch* und
- *Faktor 3* als *aktivisch*;

dies sind die Refinanzierungsquellen der Banken bei ihrer Kreditgewährung an Nichtbanken.

Tabelle 1

Rotierte Komponentenmatrix[a)]

Bilanzpositionen	*Komponente* (Faktoren)		
	1	2	3
Inhaberschuldverschreibungen	*–0,945*	–0,117	0,005
Einlagen von Nichtbanken	*0,817*	–0,377	–0,357
Einlagen von Banken	–0,205	*0,864*	0,141
Kredite an Banken	0,157	*0,777*	–0,246
Eigenkapital	0,540	*–0,618*	–0,211
Wertpapiere	–0,166	–0,003	*0,956*

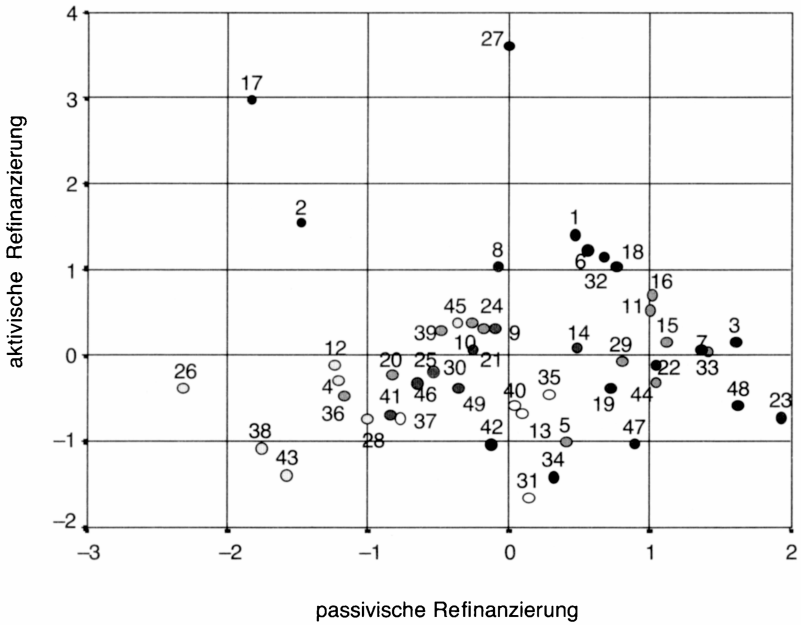
Extraktionsmethode: Hauptkomponentenanalyse
Rotationsmethode: Varimax mit Kaiser-Normalisierung

[a)] Die Rotation ist in 5 Iterationen konvergiert.

In Abbildung 5 wurde der Faktor 2 der Übersichtlichkeit halber außer Acht gelassen. Alle Punkte in Abbildung 5 repräsentieren daher Projektionen aus einer 3-dimensionalen Darstellung; für die hier diskutierten Probleme gehen dabei keine Informationen verloren.

Die Ziffern in den Abbildungen 5 und 6 beziehen sich auf die Bankenliste am Ende des Beitrags.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



Quelle: Eigene Berechnungen auf Grund der Bilanzen der westeuropäischen Banken.

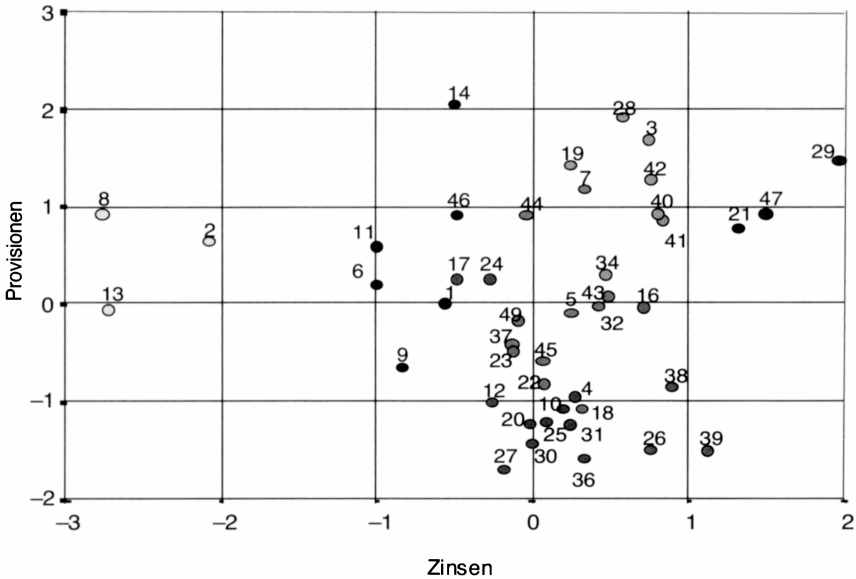
Abbildung 5: Refinanzierungsverhalten der westeuropäischen Banken, 1988
– Faktorenanalyse der Bilanzpositionen –

Insbesondere das Cluster im links oben liegenden Segment der Abbildung 5 zeigt eine weit überdurchschnittliche Orientierung an aktivischer Refinanzierung ihrer Kreditvergabe[21]. Im Prinzip sind die Banken dieses Segments bereits hoch spezialisiert auf investment- und consulting-banking und entsprechen insoweit dem, was man als Boutiquen bezeichnet.

Ergebnis: Eine ganze Reihe europäischer Großbanken refinanziert seine Kreditvergabe verstärkt aktivisch und entzieht sich damit insoweit bei der gegenwärtigen monetären Konzeption dem Einfluss der Europäische Zentralbank.

[21] Die künftige Rolle der Banken wird von der Art der Aktiva und der Interaktion zwischen Banken (kurzfristige Aktiva) und Märkten (langfristige Aktiva) abhängen, cf. Ernst-Ludwig von Thadden, 1999, S. 1005.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



Quelle: Eigene Berechnungen nach den GuV-Rechnungen der westeuropäischen Großbanken

Abbildung 6: Faktorenanalyse der GuV-Positionen westeuropäischer Großbanken im Jahr 1998

2. Positionen der GuV-Rechnungen westeuropäischer Banken

In einer weiteren Faktorenanalyse wurden die wichtigsten Positionen der GuV-Rechnungen westeuropäischer Großbanken auf 2 Faktoren reduziert. Interpretiert wurden

- *Faktor 1* als *Zinsen* und
- *Faktor 2* als *Provisionen*;

dies sind die Komponenten der eigenen Kreditvergabe und deren Refinanzierung (Zinsaufwendungen und -erträge) sowie die der Beratung (consulting) und Begleitung bei der Kreditbeschaffung an die Börse (Provisionsaufwendungen und -erträge), also die Sekuritisierung.

Wenn auch gegenwärtig noch das Zinsgeschäft die wesentliche Komponente der GuV-Rechnung der westeuropäischen Banken ausmacht, zeigt sich aber, dass eine Reihe von Großbanken im Provisionsgeschäft verstärkt tätig ist. Die Begleitung von Investoren an die Börse ist ein wichtiger Geschäftszweig zumindest für Großbanken, gegenwärtig vor allem von Banken in England, Italien, Spanien und Frankreich.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Ergebnis: Bei ihrer Refinanzierung spezialisieren sich Banken in Westeuropa verstärkt auf eine Disintermediation. Dies bedeutet, dass selbst dann, wenn auch Aktiva der Banken mindestreservepflichtig würden, deren geldpolitische Kontrolle bei der gegenwärtigen monetären Konzeption eingeschränkt wäre.

D. Geldmengen-, Kredit- und Zinspolitik

Bei einer Geldmengenpolitik *(money view)* spielen Banken eine nur untergeordnete Rolle; die Geldsicht ist *household-centric* und basiert auf der Annahme, dass es der Zentralbank möglich sei, den Zinssatz (für Offenmarktgeschäfte) in der Art zu beeinflussen, dass die Geldnachfrage in der beabsichtigten Weise reagiert.

Im Gegensatz dazu stellt eine Kreditpolitik *(lending view)* gerade auf die Möglichkeit der Zentralbank ab, das Zinsdifferential zwischen Offenmarktrendite und Kreditzins der Banken zu manipulieren.[22] Die Kreditsicht *(credit view)* ist daher eher *bank-centric*. Dies führt dazu, dass – selbst dann, wenn eine restriktive Geldpolitik die Offenmarktrendite nur sehr geringfügig bewegt – ein signifikanter Einfluss auf das Zinsdifferential und damit auf das Kreditangebot der Banken ausgeübt wird![23]

Der Erfolg der Geld*mengen*politik der Deutschen Bundesbank seit 1972 mag daran gelegen haben, dass sich einerseits der Staat bei seiner Kreditaufnahme bei Banken eher zurückhaltend verhielt – eine *household centric* Geldpolitik war – und sich Banken in Deutschland andererseits fast ausschließlich passivisch refinanzierten. In der EWU gilt dies nicht mehr!

In Westeuropa werden Banken den Kreditbedarf ihrer Kunden aus dem Bankensektor hinaus begleiten und Kredite auf Provisionsbasis an der Börse vermitteln. Banken handeln dann als (sekundäre) Finanzintermediäre *(financial intermediation)*. Es ist klar, dass in diesem Fall weder die Geldmenge noch das Kreditvolumen adäquate geldpolitische Zwischenziele sein können, sondern allenfalls das Zinsniveau. Das monetäre Problem ist nun nicht etwa, ob *money view, credit view* oder *intermediation view* gilt, sondern alle drei haben gleichzeitig ihre Berechtigung, allerdings in unterschiedlichem Ausmaß. Als geldpolitisches Zwischenziel *(target)* könnte in allen drei Fällen neben dem Zinsniveau auch die Preisniveaustabilität dienen.

---

[22] Jeremy C. Stein, 1995, S. 35 f.

[23] Anil K. Kashyap/Jeremy C. Stein, 1994, S. 5.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

	Banken 1998	Kasse & Zentral-bank-einlagen	Kredite an Kredit-institute	Kredite an Nicht-banken	Wert-papiere	Sonstige Aktiva	Summe	Währungs-einheit (Mrd.)	Einlagen von Kredit-instituten	Einlagen von Nicht-banken	davon Sicht-einlagen	andere Verbindl./ Schuld-verschrei-bungen	Eigen-kapital	Sonstige Passiva	Summe in der jeweiligen Währung in Mrd.	Bilanz-summe in Mrd. EUR
1.	Deutsche Bank	39,46	181,30	537,50	419,16	48,11	1225,53	DM	372,00	451,50	173,60	209,25	34.50	158,28	1225,53	626,60
2.	UBS	3,30	68,50	247,90	452,35	172,07	944,12	CHF	85,70	274,90	215,20	532.20	32,40	18.92	944,12	588,05
3.	HSBC Holdings plc	3,05	85,32	235,30	95,39	64,07	483,13	US$	34.34	308.91	81,96	29,19	27,40	83,29	483,13	472,18
4.	HypoVereinsbank	9,44	112,44	606,53	170,40	2,31	901,12	DM	133,28	288,54	48,74	370,06	23,26	85.98	901,12	460,74
5.	ABN AMRO Holding N.V.	4,49	60,89	220,51	14,32	131,87	432,08	EUR	104,90	205,55	k.A.	80,37	24,37	16,89	432,08	432,08
6.	Credit Suisse Group	2,31	140,15	103,18	228,27	178,53	652,44	CHF	154,05	225,18	37,75	130.95	28,16	114,10	652,44	406,39
7.	Crédit Agricole	26,60	449,20	1367,80	475,06	243,85	2562,51	FF	374.11	1571,76	298,88	251,25	138,70	226,69	2562,51	390,65
8.	Société Générale	3,79	66,42	143,72	126,83	42,77	383,53	EUR	98,81	138,19	51,27	105.75	9,79	30,99	383,53	383,53
9.	Dresdner Bank	7,48	129,92	393,36	168,38	15,67	714,81	DM	154,80	261,68	80,08	183,61	21,39	93.33	714,81	365,48
10.	West LB	2,48	219,60	253,43	181,03	36,49	693,03	DM	267,77	180,18	39,47	206,94	14,75	23,39	693,03	354,34
11.	Barclays	8,17	36,61	96,11	50,07	28,53	219,49	£	34,42	108,81	41,88	17,82	7,92	50,52	219,49	338,15
12.	Commerzbank	13,17	113,75	360,37	148,57	2,15	638,01	DM	132,48	183,04	53,84	294.00	19,68	8,81	638,01	326,20
13.	Banque Nationale de Paris	3,67	71,28	148,67	26,65	74,56	324,83	EUR	104,70	121,36	36,15	65,78	11,37	21.62	324,83	324.83
14.	NatWestGroup	1,06	32,37	78,96	40,33	33,27	185,99	£	26,56	96,29	k.A.	42.67	8,65	11,82	185.99	286,54
15.	ING Bank	2,97	112,41	346,75	111,63	43,53	617,29	hfl	167,45	289,32	k.A.	78.67	39,81	42,04	617,29	280,11
16.	Fortis	1,19	58,90	115,47	71,13	30,61	277,30	EUR	80,66	129,07	79,41	34,53	11,37	33,04	277,30	277,30
17.	Paribas	6,86	8,41	49,78	174,06	26,01	265,12	EUR	39,79	21,76	6,75	159.00	9,01	35,56	265.12	265,12
18.	Rabobank	3,32	52,16	304.65	163,78	26,40	550,31	hfl	113,48	253,04	k.A.	90,89	27,74	65,16	550.31	249,72
19.	Lloyds TSB (1997)	0.88	22,50	87,96	18,08	28.69	158,11	£	16,57	85,40	59.85	17,80	6,25	32,09	158,11	243,58
20.	Bayerische LB (1997)	1,21	137,30	181.71	84,85	29,53	434,60	DM	159,40	85.89	k.A.	162.27	11,07	15,97	434,60	222,20
21.	Credit Lyonnais	3,26	16,24	111.22	38,45	39.71	208,88	EUR	34,05	87,37	26,08	51.76	6,27	29,43	208,88	208.88
22.	Halifax plc. (1997)	0,49	9,42	83,37	19,75	18,07	131.10	£	5,37	81,10	73,37	14,04	7,22	23,37	131,10	201,98
23.	Caisse d'Epargne	2,31	85,31	65,01	36,0	13,35	201,98	EUR	7,27	154,80	104,35	24,06	8,68	7,17	201,98	201,98
24.	DG Bank (1997)	1,17	110,25	142.49	84,03	35,65	373.59	DM	150,25	97,13	41,58	91.88	5,98	28,35	373.59	191,01
25.	Bankgesellschaft Berlin	1,42	76,96	198,80	65,22	26,74	369,14	DM	104.73	128,43	23,60	115,69	8.21	12,08	369,14	188,74
26.	DEXIA	3,86	24,15	95,95	38,92	7,45	170,33	EUR	24,80	34,10	8,53	103,25	4,07	4.11	170,33	170,33
27.	Abbey National plc	2,01	19,70	8,21	65,83	8,91	104,66	£	36,92	2,27	0,20	20,94	1,62	42,91	104.66	161,24
28.	San Paolo di Torino	12,33	44,71	168.24	40,84	40,37	306,49	bill. Lira	53,76	87,36	52,98	129,71	16,73	18,93	306,49	158,29
29.	Grupo Santander	0,42	4,36	11,89	3,20	5,93	25,80	bill. pes	7,15	12,55	4.95	1,73	0,64	3,73	25,80	155,05
30.	Nord LB	0,84	104,21	112,22	55,97	23,89	297,13	DM	124,34	62,82	10.58	95.72	6,52	7,73	297,13	151,92
31.	KfW (1997)	0,05	131,83	108,49	14,08	23,93	278,38	DM	58,57	120,10	0,19	80,25	10,05	9,41	278,38	142,33
32.	KBC Bank	2,31	29,64	53,41	46,53	7,92	139,81	EUR	36,07	63,52	13,64	23,69	3,36	13,17	139.81	139.81
33.	Banco Bilbao Vizcaya	3,93	34,10	60,76	25,40	9,80	133,99	EUR	31,85	77,51	19,74	14,52	6,93	3,18	133,99	133,99
34.	Royal Bank of Scotland	1,93	11,51	41,02	0,86	24,54	79,68	£	4,44	50.69	32,23	15,54	2,95	6,06	79,68	122.75
35.	Bank Austria	k.A.	386,41	918,41	173,06	168,87	1646,75	ATS	586,58	582,94	k.A.	296.51	63,40	117,32	1646,75	119,65
36.	Südwest LB (1997)	0,33	108,81	61,67	50,69	9,17	230,67	DM	83,72	31,68	3,53	104,63	3,52	7,12	230,67	117,94
37.	Banca di Roma (1997)	14,11	41,86	108.70	15,96	26,96	207,59	bill. Lira	72.97	59,89	50,13	57.57	2,68	14,48	207,59	107,21
38.	Svenska E. Handelsbanken	4,05	139,82	587,41	77,20	117,97	926,45	SEK	261.15	168.00	147,50	446,34	34,43	16,53	926,45	106,47
39.	Landesbank SWH	0,23	54,29	91.80	44,76	5,08	196,16	DM	85,12	40,54	4,97	59,39	4,43	6,68	196,16	100,30
40.	Banca Commerciale Italiana (1997)	6,71	58,12	89,9	19,22	18,16	192,11	bill. Lira	71,76	64,52	39,37	38,52	4,02	13,29	192,11	99,22
41.	Banca Nazionale del Lavoro	0,40	9,56	58,66	5,88	12,17	86,69	EUR	22,28	27,28	23,36	22.04	1.09	10,68	86,69	86,69
42.	Bank of Scotland	1,49	4,75	42,88	3,36	2,22	54,70	£	5,94	29,85	16,84	15,15	2,53	1,23	54,70	84,27
43.	Swedbank	k.A.	71,50	516,90	24,90	106,60	719,90	SEK	120,80	190,40	k.A.	315,50	28.80	64,40	719,90	82,73
44.	Banco Central Hispano	0,16	2,34	6,81	1,19	3,15	13,65	bill. pes	4,67	6,69	1,09	0,89	0,59	0,81	13,65	82,02
45.	Den Danske Bank	8,78	58,75	303,13	150,00	72,18	592,84	DKR	140,38	213.56	99,31	207,09	30,37	1,44	592,84	79.73
46.	Skandinaviska E. Banken	80,67	91,14	324,44	102,60	90,81	689,66	SEK	153.82	187.90	169,09	220,00	30,43	97,51	689.66	79,26
47.	Standard Chartered	3,30	9,53	26,10	3,49	5,44	47,86	£	4,93	30,27	k.A.	8.78	2,82	1,06	47,86	73,73
48.	La Caixa Group	0,17	2,05	6.04	1,11	1,76	11,13	bill. pes	1,54	7,71	1.43	0.88	0,72	0,28	11,13	66,90
49.	Banca Monte dei Paschi di Siena	0,28	25,84	54,50	15,64	23,30	119,50	bill. Lira	31,58	39,93	30,30	28,28	2,01	17,7	119,50	61,72

Quelle: Eigene Recherchen bei den europäischen Banken.

Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH
DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9

Literaturverzeichnis

*Altunba*s,* Y./*Molyneux,* P./*Thornton,* J., The cost importance of hypothetical bank mergers in Italy, Economia Internazionale, Vol. 49, February 1996, S. 1–18.

Becsi, Z./*Wang,* P./*Wynne,* M., Endogenous market structures and financial development, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper Series (U.S.), No. 98, August 1998, S. 1–37.

Berger, A. N./*Humphrey,* D. B., Megamergers in banking and the use of cost efficiency, The Antitrust Bulletin, Vol. 37, No. 3, 1992, S. 541–600.

Black, S., Which way ahead for European financial markets: The German or the Anglo-Saxon model?, Economic Studies Program (AICGS), Conference Report No. 2, Washington 1996.

Black, S. W./*Moersch,* M., Financial Structure, investment and economic growth in OECD countries, S. W. Black und M. Moersch (Ed.), Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-Saxon Models, Amsterdam et al. 1998, S. 157–201.

Borchert, M., The EURO and the large banks' behaviour within the EMU – entrepreneurial strategies and monetary policy –, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, Vol. LII, No. 208, 1999, S. 39–68.

Celariere, M., US banks dare to cross cultures, Euromoney (U.K.), No. 346, February 1998, S. 46–49.

Deutsche Bundesbank, Asset-Backed Securities in Deutschland: Die Veräußerung und Verbriefung von Kreditforderungen durch deutsche Kreditinstitute, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Vol. 49, No. 7, 1997.

Hawawini, G./*Swary,* I., Mergers and Acquisitions in the U.S. Banking Industry, Evidence from the Capital Market, Amsterdam/New York/Oxford/Tokyo 1990.

Kashyap, A. K./*Stein,* J. C., Monetary policy and bank lending, NBER Working Paper, No. 4317, April 1993.

– The impact of monetary policy on bank balance sheets, in: NBER Working Paper Nr. 4821/8, August 1994.

Lee, P., Eurogigantism, Euromoney (U.K.), No. 346, February 1998, S. 36–44.

Norton, J. J., The European Community banking law paradigm: A paradox in banking regulation and supervision – Reflections on the E.C. Second Banking Directive, in: Norton, J. J./Cheng, Chia-Jui and Fletcher, J. (ed.): International banking regulation and supervision. Change and transformation in the 1990s, Dordrecht/Boston (M. Nijhoff), 1994, S. 49–80.

Piloff, S. J./*Santomero,* A. M., The value effects of bank mergers and acquisitions, Amihud, Y. and Miller, G. (ed.): Bank mergers and acquisitions, Boston/Dordrecht/London 1998, S. 59–78.

Resti, A., Regulation can foster mergers, can mergers foster efficiency? The Italian case", Journal of Economics and Business (U.S.), Vol. 50, March/April 1998, S. 157–169.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Rhoades, S. A., A summary of merger performance studies in banking, 1980–93, and an assessment of the „Operating Performance" and „Event Study" methologies, Staff Study of the Board of Governors of the Federal Reserve System, No. 167, July 1994.

– The efficiency effects of bank mergers: An overview of case studies of nine mergers", Journal of Banking & Finance, Vol. 22, 1998, S. 273–291.

Stein, J. C., An adverse selection model of bank assets and liability management with implications for the Transmission of monetary policy, in: NBER Working Paper Nr. 5217/8, August 1995.

von Thadden, E.-L., Liquidity creation through banks and markets: multiple insurance and limited market access, European Economic Review (Netherlands), April 1999, S. 991–1006.

Walsh, P., Capital adequacy – a look at the recent regulatory papers, Irish Banking Review (Ireland), Spring 1994, S. 44–56.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die west- und zentralafrikanische Franc-Zone – Satellitensystem der Europäischen Währungsunion

Von Heiko Körner

A.

Gut ein Jahr nach seiner Institutionierung zeigt sich der Euro auf den internationalen Geld- und Finanzmärkten schwach. Und doch übt er auf die Akteure in vielen Ländern der Peripherie der Europäischen Währungsunion (EWU) eine hohe Anziehungskraft aus. Dieser Prozess der „*Euroisation*"[1] ist nicht erstaunlich: Handelt es sich doch hier um fragile Ökonomien, in denen Zweifel weit verbreitet sind, dass die nationalen Währungen ihre Rolle als Transaktionsmittel, als Wertaufbewahrungsmittel und Recheneinheit verlässlich erfüllen können. Der Euro als neue, vergleichsweise wertstabile und international gängige Währung erscheint hier als erstrebenswerte Alternative. In solchen Ländern gilt Greshams Gesetz offensichtlich invertiert: Gutes Geld vertreibt schlechtes Geld.

Rüdiger Dornbusch[2] hat aus dieser Situation den Ratschlag an die ost- und südosteuropäischen Transformationsländer abgeleitet, „aus der Not eine Tugend" zu machen, indem sie ihre nationalen Währungen über ein *currency board* an den Euro binden: Erfahrungsgemäß kann hierdurch Stabilität importiert werden, und die eigenen Transaktionskosten und Risikoprämien können sinken. Das wiederum begünstigt weitere Stabilitätsgewinne und wirtschaftliches Wachstum. Allerdings impliziert die damit verbundene Aufgabe der monetären Souveränität auch einen wesentlichen Verlust an Gestaltungsfreiheit in anderen Bereichen der Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, insbesondere in Fragen der Lohnbildung und Verteilung von Lebenschancen. Es dominiert die Geldpolitik des hegemonialen Währungssystems. Von den drei Zielen des *„magischen Dreiecks" der Geld- und Währungspolitik* (Wechselkursstabilität, Kapitalverkehrsfreiheit, Autonomie der Geldpolitik)[3] muss notwendigerweise bei Import von Stabilität durch ein currency board die Freiheit der Zentralbank, Geldpolitik nach eigenem Ermessen zu betreiben, geopfert werden.

---

[1] Vgl. hierzu Müller, 1999, S. 286 ff., insbes. S. 294 f.

[2] Vgl. Rüdiger Dornbusch, 1999.

[3] Vgl. Michael Frenkel/Lucas Menkhoff, 2000, S. 11 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Deshalb haben bislang nur wenige kleine Transformationsländer (Bosnien-Herzegowina, Bulgarien, Estland, vielleicht auch Montenegro) zunächst an die DM, dann an den Euro geknüpfte currency boards eingeführt. Einige andere Länder wie Malta und Zypern haben ihre Währungen an den Euro als Ankerwährung gebunden.[4]

In der Diskussion über Chancen und Risiken, die sich für die betreffenden Länder, aber auch für die Europäische Währungsunion selbst, aus solchen Bindungen ergeben, wird oft übersehen, dass es bereits seit längerem ein Währungssystem im frankophonen West- und Zentralafrika gibt, das zunächst an den französischen Franken (FRF) und heute – nach dem Übergang Frankreichs in die EWU am 1.1.1999 – auf den Euro bezogen ist. Aus der Betrachtung der Funktionsbedingungen dieses bereits (in heutiger Form seit 1973) existierenden Systems lassen sich wesentliche Erfahrungen für die übrigen Systeme ableiten. Natürlich gibt es gegenüber den Transformationsländern einige Besonderheiten, die sich aus der historischen Entwicklung der Beziehungen Frankreichs zu seinen ehemaligen Kolonien in Afrika ergeben. Solche Faktoren können aber nicht die grundsätzlichen Funktionsbedingungen für den Erfolg der aneinander gebundenen Währungen verändern. Deshalb sollen die Struktur und das Funktionieren der Franc-Zone im Folgenden (vor dem Hintergrund der Implikationen des „magischen Dreiecks") ausführlicher diskutiert werden.

B.

Gemessen an den theoretischen Voraussetzungen, die für die Bildung optimaler Währungsräume gelten[5], war die Franc-Zone in Afrika alles andere als ein idealer Kandidat. Sie ist eindeutig politischen Ursprungs, entstanden 1939 als Instrument der Wirtschaftsautarkiepolitik Frankreichs. Seit 1929 war es schon das Bestreben Frankreichs gewesen, seine protektionistische Außenwirtschaftspolitik durch eine eigene Währungszone für die Kolonien zu sichern.[6] 1939 wurde schließlich der Franc CFA als eigene Währungseinheit der französischen Kolonien in Afrika kreiert, der mit dem Franken des Mutterlandes voll konvertibel und zu einem festen Wechselkurs definiert war. Die Konvertibilität wurde über ein Verrechnungskonto des Schatzamtes der französischen Republik hergestellt, auf dem die gesamten Devisenreserven der Kolonialterritorien deponiert werden mussten.[7]

---

[4] Vgl. Henrik Müller, op. cit., S. 295 (Tab. 2).

[5] Vgl. z. B. Alexander Juchems, 1994.

[6] Vgl. Heiko Körner, 1965, S. 53 ff.

[7] Vgl. zum Folgenden: Modibo Khane Camara, 1998, S. 13 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Im Jahre 1962 kam es im Verlaufe der 1958 eingeleiteten Verselbständigung der Kolonien Frankreichs zur Gründung von Zentralbanken jeweils für die westafrikanischen und für die zentralafrikanischen Territorien (BCEAO bzw. BCAEC, später BEAC) noch mit Sitz in Paris. Die dort emittierte Währung trug ab 1962 die Bezeichnung: Franc Communauté Financière Africaine (FCFA). In den Jahren 1972 bzw. 1973 wurden auf der Basis von Kooperationsverträgen zwischen Frankreich und den Ländern des ehemaligen Französisch Schwarzafrikas die beiden Zentralbanken durch Sitzverlegung nach Dakar (Senegal) (BCEAO) und Yaoundé (Kamerun) (BEAC) „afrikanisiert". Seither emittieren die beiden Zentralbanken unter dem gemeinsamen Namen FCFA zwei verschiedene Währungen: Für Westafrika den „Franc Communauté Financière Africaine"; für Zentralafrika den „Franc de la Coopération Financière en Afrique Centrale". Beide Währungen waren (bis 1993) untereinander konvertibel und besaßen gegenüber dem Französischen Franken (FRF) dieselbe Parität.

Heute umfasst die Franc-Zone 14 Länder, die in zwei regionalen Blöcken organisiert sind: Die *„Union Monétaire Ouest-Africaine (UMOA)"* und die sog. *BEAC-Zone Zentralafrikas*.[8] Primäre Aufgabe der Zentralbanken ist die Emission von Zentralbankgeld in Form von FCFA-Noten. Ferner sind sie für die Durchführung der Geldpolitik in den beiden Teilzonen zuständig. Die BCEAO verfügt hierbei über ein zentralisierteres Instrumentarium: Sie unterhält in den einzelnen Mitgliedstaaten der UMOA jeweils Vertretungen, welche die in der Zentrale in Dakar formulierten geldpolitischen Aktivitäten auf nationaler Ebene durchzuführen haben. Die BEAC-Zone ist demgegenüber weniger zentralistisch organisiert: Zwar existiert ein der UMOA vergleichbarer zweistufiger Aufbau des Zentralbanksystems; jedoch besitzen die nationalen Vertretungen der BEAC – etwa hinsichtlich der Zinspolitik – größere Gestaltungsspielräume gegenüber der Zentrale in Yaoundé. Bei der Durchführung der Geldpolitik sind die Leitungen der Zentralbanken gebunden an die Weisungen der Konferenzen der Staatschefs sowie der jeweiligen Ministerräte. Weitere Funktionen bestehen in der Zentralisierung der Währungsreserven der beiden Teilzonen, der Kontoführung für die Staatskassen der Mitgliedstaaten, sowie in der Aufsicht über die Kreditinstitute und Finanzierungsinstitutionen in den jeweiligen Teilzonen. Ferner erbringen die Zentralbanken für die Mitgliedstaaten Dienstleistun-

[8] Der UMOA gehören heute an Benin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, Guinée Bissau, Mali, Niger, Senegal und Togo. Zur BEAC-Zone zählen Cameroun, Chad, Gabon, Guinée Equatoriale, République Centrafricaine, République du Congo. Diese Länder gehören fast alle zur Gruppe der hoch verschuldeten, am geringsten entwickelten rohstoffproduzierenden Drittweltländer. Das BIP pro Kopf lag in der Mehrzahl der Länder noch weit unterhalb des Durchschnitts der Niedrigeinkommensländer (1998: USD 2.130). Vgl. IMF, 1999, S. 160, S. 165 und The World Bank, 2000, S. 276 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gen, wie die Vertretung gegenüber internationalen Finanzorganisationen, die Beratung in Fragen struktureller Wirtschaftsreformen sowie die Aus- und Weiterbildung von Fachpersonal.[9]

Der Außenwert des FCFA wird durch die Modalitäten der währungspolitischen Kooperation zwischen den beiden afrikanischen Zentralbanken und dem französischen Staat bestimmt.[10] Diese Kooperation beruht auf vier 1972 bzw. 1973 vertraglich bestätigten Prinzipien:

(1) Festlegung einer festen Parität zwischen dem FCFA und der Bezugswährung FRF;

(2) Freiheit des Kapitalverkehrs innerhalb der Franc-Zone;

(3) Zusammenlegung der Währungsreserven und Harmonisierung der Devisenvorschriften: Mindestens 65 v.H. aller Deviseneinnahmen der beiden Zentralbanken müssen auf zwei auf den Namen jeweils einer der Banken angelegten Verrechnungskonten beim französischen Schatzamt hinterlegt werden. Diese Einlagen werden marktgerecht verzinst. Gewinne aus Kursschwankungen des FRF gegenüber den SZR werden den Zentralbanken gutgeschrieben. Entsprechende Verluste werden zu Lasten des Schatzamtes erstattet.

(4) Konvertibilitätsgarantie durch das französische Schatzamt: Das Schatzamt ist zum Umtausch von FCFA in FRF jederzeit verpflichtet. Das impliziert, dass die Verrechnungskonten beim Schatzamt, die auch als Geschäftskonten für alle Außenwirtschaftstransaktionen der Staaten der Franc-Zone fungieren, durch die beiden afrikanischen Zentralbanken bei nicht ausreichenden Devisenreserven unbegrenzt überzogen werden dürfen.

Die Franc-Zone stellt sich somit *als ein vom französischen Staat organisierter Kreditmechanismus* dar, mittels dessen die Konvertibilitätsgarantie des französischen Staates für den FCFA aufrecht erhalten wird, und der gleichzeitig allen Haltern von FCFA Zugang zu den internationalen Kapitalmärkten vermittelt. Damit ist ein currency board-artiges Währungssystem gegeben. Formell ist die Banque de France als Zentralbank allerdings nicht involviert. Denn die Garantie des festen Wechselkurses des FCFA wird dadurch ermöglicht, dass das vom französischen Finanzministerium getragene und vom Schatzamt administrierte System den afrikanischen Zentralbanken unbegrenzte Überziehungsmöglichkeit einräumt. Dieser Kreditschöpfungsmechanismus beruht wiederum auf der Tatsache, dass das Schatzamt in Frankreich auch als Bank des Staates und der Gemeinden fungierte und als

[9] Vgl. Mobido Khane Camara, op. cit., S. 16 ff.

[10] Vgl. Jean-Marie Gankou/Dieudonné Bondoma Yokono, 1998, S. 5 ff., S. 25 ff.; Rémi Godeau, 1995, S. 59 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

solche – bei schwach ausgeprägter Zentralbankautonomie – Geldschöpfung erzwingen konnte. Das lag ganz im Rahmen der wirtschafts- und geldpolitischen Philosophie, die damals in Frankreich vorherrschte.

Die mit einem solchen System verbundenen Stabilitätsprobleme sind allerdings im Laufe der siebziger Jahre durch die französische Regierung immer realistischer gesehen worden. Deshalb wurde – ganz im Sinne des „magischen Dreiecks" – die Kompetenz der afrikanischen Zentralbanken zur autonomen Geldpolitik durch vertragliche „Stabilitätsklauseln" eingeschränkt, die dem Finanzminister Frankreichs ein Mitsprache- bzw. Vetorecht bei der Formulierung und Implementierung der Geldpolitik in den Ländern der Franc-Zone sichern. Ferner wurde eine Reihe von Schutzmechanismen festgelegt, die eine dauerhafte Überziehung der Verrechnungskonten seitens der afrikanischen Zentralbanken verhindern sollten.[11]

Es zeigte sich allerdings in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre, dass diese Stabilitätssicherung wegen außenpolitischer Interessen Frankreichs nur inkonsequent gehandhabt wurde. Deshalb kam es in einzelnen afrikanischen Ländern der Franc-Zone zu einer inflatorischen Kreditexpansion. Fast gleichzeitig wurden die rohstoffproduzierenden Länder Afrikas von fallenden Weltmarktpreisen und einer entsprechenden Verschlechterung der terms of trade getroffen. Für die Exporteure der Franc-Zone kam hinzu, dass deren Wettbewerbsfähigkeit gegenüber anderen konkurrierenden afrikanischen Exporteuren zusätzlich dadurch beeinträchtigt wurde, dass diese ihre Währung im Zuge von Strukturanpassungsprogrammen[12] abgewertet hatten, die Parität des FCFA zum FRF aber unverändert geblieben war: die damit programmierte reale Aufwertung des FCFA führte schließlich zum Kollaps nicht nur der externen, sondern auch der internen Wirtschaftsaktivitäten[13] insofern, als das private und das öffentliche Bankensystem die vorher großzügig an Staat und Private gewährten Kredite als nicht einbringbar abschreiben mussten. Die beiden Zentralbanken erwiesen sich gegenüber solchen Problemen als weitgehend machtlos: Die Bankenaufsicht war wenig effektiv, und die Zentralbanken konnten auch die Regierungen nicht daran hindern, ihre zunehmenden Defizite durch Kreditaufnahme zu decken.[14]

Die Konstruktion der Franc-Zone, die faktisch auf eine Fixierung der außenwirtschaftlichen Ziele des „magischen Dreiecks" ohne die Fähigkeit zur stabilitätsorientierten Anpassung im Inneren hinauslief, erwies sich nun als

---

[11] Vgl. Mobido Khane Camara, op. cit., S. 21 f.

[12] Vgl. allg. hierzu: The World Bank, 1994.

[13] Vgl. die ausführliche Diskussion dieser Episode bei: James A. Boughton, 1993, S. 96 ff.

[14] Vgl. Gervasio Semedo/Patrick Villieu, 1997, S. 96 ff., sowie Alain Delage/Alain Masiera, 1994, S. 86 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kontraproduktiv: Das zunächst vorherrschende inflatorische Potential ging in eine realwirtschaftliche Stagnation über, die durch die Nichtanpassung der Währungsparität verschärft wurde. Nur eine Abwertung hätte hier Abhilfe schaffen können.

In den folgenden Jahren kam es auf Druck der französischen Regierung sowie der Weltbank und des IWF in den afrikanischen Ländern zu binnenwirtschaftlichen Konsolidierungsprogrammen: Reformen im Geschäftsbankensektor, die Verbesserung der Bankenaufsicht, die Konsolidierung der öffentlichen Budgets und die Liberalisierung wichtiger Märkte waren wesentliche Elemente.[15] Auf Wunsch der afrikanischen Staaten kam es allerdings immer noch nicht – wie es in einer solchen Situation angemessen gewesen wäre – zu einer Abwertung des FCFA, weshalb in dieser Hinsicht eher nur von „*Quasi-Strukturanpassungsprogrammen*" die Rede sein kann. Diese – rein prestigebedingte – Unterlassung führte aber dazu, dass die außenwirtschaftliche Wettbewerbsfähigkeit der betreffenden afrikanischen Länder weiterhin gering blieb. Auch die depressiven Tendenzen in der Binnenwirtschaft hielten an, was insbesondere von einem rapiden Rückgang der ausländischen Direktinvestitionen und der Zunahme der Kapitalflucht begleitet war.

Schließlich hatte sich die wirtschaftliche Situation in den Ländern der Franc-Zone so sehr verschlechtert, dass im Januar 1994 auf Druck des IWF und der französischen Regierung dann doch eine *Abwertung* des FCFA gegenüber dem FRF um 50 v.H.[16] vorgenommen werden musste. Gleichzeitig wurde die Inländerkonvertibilität des FCFA für Bewohner der afrikanischen Mitgliedländer der Franc-Zone eingeschränkt. Weitere strukturelle Reformen im öffentlichen und privaten Bankwesen sowie die Einführung von neuen Instrumenten der Geldmengensteuerung (Mindestreservepolitik, Wertpapierpensionsgeschäfte) folgten. Schließlich wurden diese Maßnahmen ergänzt durch die weitgehende Abschaffung des sog. Instruments der allokativen Kreditpolitik, mit dem bislang entwicklungspolitisch prioritäre Aktivitäten gefördert worden waren. Damit wurden die Zentralbanken gegenüber den Regierungen im Verfolgen einer stabilitätsorientierten Geldpolitik unabhängiger.[17]

In der Folge dieser währungspolitischen Anpassung ist es zu einer Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung in den betreffenden Ländern gekommen.[18] Generell, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaße, wiesen in

---

[15] Vgl. Banque de France, 1997.

[16] Vor dem 12. Januar 1994 lag die Parität des FRF zum FCFA bei 1:50, nach der Abwertung betrug sie 1:100.

[17] Vgl. ausführlich: Mobido Khane Camara, op. cit., S. 139 ff.

[18] Vgl. The World Bank, 1999b, Tab. 1, 15, 16.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

den Jahren 1996/97 alle Länder wieder positive Wachstumsraten des BIP auf. Auch die Zahlungsbilanzsituation hatte sich (besonders in den westafrikanischen Ländern) verbessert und fast alle Länder hatten eine Zunahme der Devisenreserven zu verzeichnen. Das Wachstum der wirksamen Inlandnachfrage, insbesondere der privaten Investoren, blieb allerdings gedämpft, weshalb sich bei den Geschäftsbanken in großem Umfang Liquidität ansammelte, die die Zentralbanken nicht zu absorbieren vermochten.

In diese Phase einer wirtschaftlichen Konsolidierung auf niedrigem Niveau – und als ein eher zufälliges „Geschenk" zum sechzigsten Geburtstag des FCFA – „platzte" die *Substitution des Euro für die Bezugswährung FRF* mit dem Übergang Frankreichs, der währungspolitischen Garantiemacht, in die EWU. In den afrikanischen Ländern der Franc-Zone ist diese Entwicklung besonders unter politischen Aspekten kontrovers diskutiert worden.[19] Schließlich hat sich die französische Regierung aber doch mit ihrer Interpretation durchgesetzt, dass der Übergang zur Europäischen Währungsunion am 1.1.1999 die Verträge über die monetäre Kooperation Frankreichs mit den Ländern der Franc-Zone in keiner Weise hinfällig machen könne, weshalb allein Frankreich, und nicht die Europäische Zentralbank (EZB), auch weiterhin für die Währungspolitik in der Franc-Zone verantwortlich sei.[20] Angesichts dessen blieb der afrikanischen Seite keine Wahl, als diese Entwicklung positiv zu bewerten. So erklärte im November 1998 z. B. der Gouverneur der BCEAO, Charles Konan Banny, dass die Bindung der Franc-Zone an die EWU die vorhandene Stabilitätsgarantie nur verstärken könne. Damit seien auch die Grundlagen für eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik in den afrikanischen Ländern noch besser gesichert.[21]

C.

Die faktische Folge des Übergangs Frankreichs in die EWU ist zunächst lediglich die rechnerische Umstellung der Parität des FCFA auf den Euro[22] ohne Modifikation des instrumentellen Aufbaus und der technischen Wirkungsweise des Systems. Als *rechtliche Grundlage* dieses Verfahrens sollten damals die Bestimmungen des Art. 109 Ziff. 5 des Vertrages von Maas-

[19] Vgl. Rémi Godeau, op. cit., S. 178 ff.

[20] Vgl. Jean-Marie Gankou/Dieudonné Bondoma Yokono, op. cit., S. 89.

[21] Vgl. La BCEAO confiante dans dans l'avenir du franc CFA, in: Actualités internationales, 11. Nov. 1998.

[22] Da die Parität des Euro zum FRF auf 1:6,55 957 fixiert wurde, und – wie oben bemerkt – der Wechselkurs des FRF zum FCFA 1:100 beträgt, ergibt sich seit dem 1.1.1999 die direkte Parität des Euro zum FCFA als 1:655, 957.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tricht gelten. Die Mitgliedstaaten der EWU haben demnach das souveräne Recht, in Wirtschafts- und Währungsfragen (mit Staaten, die nicht der Europäischen Währungsunion angehören,) in internationalen Gremien Verhandlungen zu führen und Vereinbarungen zu treffen. So konnte in formaler Hinsicht das französische Vorgehen als regelkonform erscheinen, denn Frankreich ist mit den frankophonen afrikanischen Ländern durch politische Kooperationsabkommen verbunden, die die monetäre Souveränität der Banque de France nicht betreffen: Die Verrechnungskonten, das wesentliche Element der währungspolitischen Kooperation Frankreichs mit der Franc-Zone, werden – wie gesagt – beim französischen Schatzamt (in der Sphäre des Finanzministeriums) gehalten und nicht bei der Banque de France. Die Kompetenzübertragungen von der Banque de France auf die EZB betrifft somit nicht das Schatzamt und die über die dortigen Verrechnungskonten gesteuerte Währungspolitik der Franc-Zone.[23]

Zu diskutieren ist allerdings die Frage, ob die Geldpolitik der formal nicht involvierten EZB nicht doch durch die Aktivitäten des französischen Schatzamtes berührt wird. Zunächst geht es darum, ob die in der Währungsunion umlaufende Geldmenge durch die Entwicklung der Salden der Verrechnungskonten beim französischen Schatzamt tangiert werden kann. Im Prinzip ist dies zutreffend. Doch dürften diese Operationen faktisch unerheblich sein, da der FCFA nur etwa 2 v.H. der in Frankreich umlaufenden (Zentralbank-)Geldmenge ausmacht. Auch ist die Größe des globalen Defizits beider Verrechnungskonten in Höhe von 500 Mio. FRF nicht eben bemerkenswert, wenn es mit dem gesamten Haushaltsdefizit Frankreichs von 300 Mrd. FRF (1994) verglichen wird.[24] Insoweit ist dieses Problem von marginaler Bedeutung. Grundsätzlicher für das Funktionieren der europäischen Geldpolitik ist die Frage, inwieweit das Schatzamt mittels unbeschränkter Überziehungskredite an die beiden Zentralbanken der Franc-Zone nicht doch aktiven Einfluss auf die Geldschöpfung der EZB nehmen kann. Dagegen spricht allerdings, dass gemäß Art. 104 Ziff. 4 des Vertrages von Maastricht das Auftreten „exzessiver Budgetdefizite" bei den Mitgliedstaaten verboten ist. In Zusammenhang mit den Konvergenzkriterien des Europäischen Stabilitätspaktes dürften dem französischen Schatzamt deshalb in dieser Hinsicht enge Grenzen gesetzt sein.[25] Die innere Stabilität der EWU dürfte also durch die Existenz des Franc-Zonensystems kaum gefährdet werden.

Gleichwohl musste die Gemeinschaft tätig werden: Einerseits musste es Frankreich ermöglicht werden, die Vereinbarungen mit den beiden Zentral-

[23] Vgl. Michel Lelart, 1994, S. 198 ff., insbes. S. 199.
[24] Vgl. Gervarsio Semedo/Patrick Villieu, op. cit., S. 147.
[25] Vgl. Rémi Godeau, op. cit., S. 178.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

banken und den Mitgliedstaaten der Franc-Zone fortzuführen. Andererseits musste Frankreich in seiner Geschäftsführung aber auch an die im Euro-Raum verabredeten Stabilitätskriterien gebunden werden. Das wurde zunächst dadurch gesichert, dass Frankreich gemäß einer Ratsentscheidung vom 23. November 1998 auf der Grundlage von Art. 111 Ziff. III EGV seine Beziehungen zur Franc-Zone beliebig ausgestalten kann, solange dies keine direkten oder indirekten Auswirkungen auf die Stabilität des Euro oder die Politik der EZB hat. Die französische Regierung muss aber regelmäßig die Europäische Kommission, die EZB und den Wirtschafts- und Finanzausschuss des Europäischen Parlaments von allen relevanten Entscheidungen bezüglich der Kooperation mit der Franc-Zone informieren. Zudem sind gravierende Veränderungen im Vertragsverhältnis nach Anhörung der EZB an die Zustimmung des Rates gebunden. Das betrifft vor allem den Beitritt neuer Mitglieder zur Franc-Zone und eine Änderung des Wechselkursregimes selbst.[26] Außerdem werden nach Meinung des Rates weder die EZB noch die Mitgliedstaaten der EU direkt in die Verantwortung für die Stabilitätsgarantie gegenüber den Zentralbanken der Franc-Zone mit einbezogen, da nur Frankreich als allgemeiner Vertragspartner und Geschäftsführer fungiert.[27]

Hinsichtlich der Stabilitätsorientierung auf der französischen Seite erscheint die Lage zunächst komplex. Denn es ist fraglich, ob das französische Schatzamt dieselbe Stabilitätsreputation aufbauen kann und will wie die unabhängige EZB. Im Hinblick auf das Verhalten des Schatzamtes und der hinter ihm stehenden Regierung Frankreichs in Afrika ist opportunistisches Verhalten im Prinzip nicht auszuschließen. Jedoch ist im Rahmen der mit Kabinettsbeschluss im Jahre 1998 verfügten Reform der französischen Kooperations- und Südpolitik mit einem Abbau direkter politischer Interventionen und einem abnehmenden finanziellen Engagement Frankreichs in den frankophonen Ländern Afrikas zu rechnen.[28] Außerdem ist der französischen Regierung (und damit auch dem Schatzamt) durch die bereits zitierte Ratsentscheidung vom 23. November 1998 eine stabilitätsorientierte Verhaltensbindung oktroyiert worden, die nicht ohne Sanktionen verletzt werden kann. Insofern gehen auch die Empfehlungen der Europäischen Kommission für die betreffende Ratsentscheidung davon aus, dass „irgendwelche materiellen Auswirkungen dieser Vereinbarungen auf die einheitliche Geld- und Wechselkurspolitik des Euro-Raums ... unwahrscheinlich"

---

[26] Vgl. Entscheidung des Rates vom 23. November 1998 über Wechselkursfragen im Zusammenhang mit dem CFA Franc und dem Komoren Franc, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften No. L 320 vom 28.11.1998, S. 58 f.; kommentiert in: Bernd Krauskopf/Christine Steven, 2000, S. 20 ff., insbes. 23 f.

[27] Vgl. Chiara Zilioli/Martin Selmayr, 1999, S. 273 ff., insbes. S. 330 f.

[28] Vgl. Andreas Mehler, 1999, S. 339 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sind.[29] Die Stabilitätsorientierung erscheint also auch von dieser Seite her gesichert.

Es stellt sich schließlich die Frage, inwieweit die damit geschaffene Bindung der Franc-Zone an das europäische Stabilitätssystem die wirtschaftliche Entwicklung der west- und zentralafrikanischen Mitgliedländer stabilisieren kann. Politische Beobachter äußern sich in dieser Hinsicht positiv. So sind Mitglieder des Europäischen Parlaments davon überzeugt, dass sich aus der indirekten Bindung der Franc-Zone an die Europäische Währungsunion u. a. die folgenden Vorteile ergeben:

- Stabilitätsgewinn durch Bindung an eine starke Ankerwährung;
- Wegfall des Währungsrisikos im Außenhandel mit den wichtigen europäischen Partnerländern;
- Erleichterung des Zugangs zu den europäischen Kapitalmärkten;
- Zunahme der Attraktivität der afrikanischen Länder für ausländische Direktinvestitionen;
- Akzentuierung der Notwendigkeit der wirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Konvergenz in den afrikanischen Ländern.[30]

Solche Aussagen sind allerdings cum grano salis zu nehmen, da ein gewisser Zweckoptimismus nicht auszuschließen ist. Immerhin erscheint die stabilitätsorientierte Entwicklung der Geldpolitik in der Franc-Zone in doppelter Weise als gebunden. Zum einen hat sich Frankreich gegenüber den afrikanischen Zentralbanken vertraglich ein Mitspracherecht bei der Formulierung und Implementierung der Geldpolitik gesichert. Das betrifft vor allem Fälle, in denen die kumulierten Devisenreserven der beiden Zentralbanken unter ein kritisches Niveau fallen. Zum anderen unterhält die Banque de France enge Kooperationsbeziehungen mit den Zentralbanken der Franc-Zone, die sich auf die Vermittlung von wirtschaftlichen und monetären Informationen, auf Politikberatung sowie auf technische und personelle Hilfe beziehen. Insoweit sind die afrikanischen Zentralbanken nicht völlig frei, ihre Defizite in Euro-Währung zu monetarisieren.[31]

Betrachtet man die beiden Teile der Franc-Zone jeweils für sich, so zeigt sich jedoch, dass die Verhältnisse von unterschiedlicher Qualität sind.[32] In Westafrika, dem Bereich der BCEAO, ist die wirtschaftliche Zusammenarbeit über die 1994 gegründete „Union Economique et Monétaire Ouest

---

[29] Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften, 1998.

[30] Vgl. Parlement Européen, 1998.

[31] Vgl. Banque de France, 1998, S. 195.

[32] Vgl. zum Folgenden: European Commission, 1999 – CE/TEN/GCEC3/36-EN, S. 11 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Africaine (UEMOA)" organisiert. Die Binnenzölle zwischen den Mitgliedländern sollen bis zum 1.1.2000 erheblich reduziert werden. Weitere gemeinsame Institutionen existieren in Form eines zentralen Büros zur Überwachung der Statistiksysteme und eines gemeinsamen Gerichtshofs für Handelsangelegenheiten. 1998 wurden wirtschaftsrechtliche Einheitsvorschriften erlassen. Eine Übereinkunft im Hinblick auf Konvergenzkriterien für Haushaltsdefizite und Staatsverschuldung ist in Arbeit. Die institutionelle Integration im UEMOA-Raum ist also inzwischen gut ausgebildet, und es erstaunt nicht, wenn dementsprechend auch die tatsächliche Wirtschaftsintegration verhältnismäßig weit fortgeschritten ist: Der Binnenhandel zwischen den Mitgliedländern ist seit 1994 stetig expandiert. 1997 machte er immerhin 11 v.H. des gesamten Exportwertes der UEMOA-Länder aus.[33] Sollte die EU mit der UEMOA im Rahmen der Erneuerung des Lomé-Vertragssystems ein regionales Handelsabkommen (REPA) schließen,[34] würde dies ohne Zweifel die Wettbewerbsfähigkeit der westafrikanischen Produzenten stärken und intensivere Anreize für Direktinvestitionen aus der EU bieten können. Tatsächlich sind bereits seit 1994 erhebliche ausländische Direktinvestitionen vor allem nach Côte d'Ivoire, aber auch nach Benin, Mali und Senegal geflossen.[35]

Die 1998 durch die zentralafrikanischen Länder der Franc-Zone gegründete „Communauté Economique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC)" ist demgegenüber noch längst nicht so weit fortgeschritten: Zwar sind die zwischen den Ländern bestehenden quantitativen Handelshemmnisse abgebaut worden. Zur Harmonisierung der Binnen- und Außenzölle ist es aber noch nicht gekommen. Dementsprechend hat sich der Binnenhandel im CEMAC-Raum auf niedrigem Niveau nur schwach entwickelt. 1997 betrug sein Anteil am gesamten Exportwert lediglich 2 v.H.[36] Von nennenswerten ausländischen Direktinvestitionen profitieren nur Cameroun und die Erdölländer Gabon und Guinée Equatoriale.[37]

Während also die Verhältnisse im zentralafrikanischen Teil der Franc-Zone als prekär bezeichnet werden müssen, zeigt sich im westafrikanischen Teil ein prinzipiell funktionsfähiger Integrationsverbund, in dem die derzeitige Wirtschaftsaktivität eine für afrikanische Verhältnisse positive Tendenz aufweist.

In Westafrika sind daher die Chancen für die Aufrechterhaltung monetärer Stabilität gut: Sowohl unter dem Gesichtspunkt der institutionellen Leis-

---

[33] Vgl. The World Bank, 1999a, S. 337.
[34] Vgl. Heiko Körner, 2000, S. 31 ff., insbes. S. 33.
[35] Vgl. UNCTAD, 1999, Tab. B 6, S. 515 f.
[36] Vgl. The World Bank, 1999a, op. cit., S. 337.
[37] Vgl. UNCTAD, 1999, op. cit., Tab. B 6, S. 515 f.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tungsfähigkeit als auch unter dem Aspekt des Wirtschaftspotentials sind hier die Voraussetzungen für eine stabilitätsorientierte Geld- und Währungspolitik gegeben. Damit sind alle *Qualitätsmerkmale*[38] vorhanden, die das Erfolgspotential einer Währungsunion trotz aller unübersehbarer Schwächen wesentlich bestimmen: Die Bindung des französischen Schatzamtes an Stabilitätskriterien und die Bindung des FCFA der westafrikanischen Zentralbank an entsprechende disziplinierende Regeln lassen beide Währungen in ihrer Stabilitätsorientierung konvergieren. Deshalb sind auch die Voraussetzungen für das Funktionieren dieses currency board-artigen Satellitensystems gegeben.

Ganz ohne Einschränkungen ist allerdings diese Prognose nicht zu stellen: Der Erfolg dieses Systems wird entscheidend davon abhängen, dass die Zentralbanken nicht nur formal, sondern auch faktisch unabhängig von den Regierungen der Mitgliedstaaten entsprechend den Stabilitätskriterien operieren können. Ferner müssen die Staatshaushalte stabilitätsorientiert geführt sein, und das Geschäftsbankensystem ist im Sinne eines financial deepening so effektiv zu organisieren, dass eine monetäre Steuerung im gesamten Integrationsraum auch instrumental möglich wird. Im Hinblick auf die langfristige Entwicklung muss allerdings bedacht werden, dass erfahrungsgemäß currency boards aufgrund ihrer *Inflexibilität* keine Dauerlösung sind: Denn sie nehmen bekanntlich der Regierung, die sich gebunden hat, jeglichen geld- und finanzpolitischen Spielraum.[39] Eine erfolgreiche stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik kann aber – wie oben gezeigt – bei fixem Wechselkurs im Laufe der Zeit eine Überbewertung der heimischen Währung implizieren. Dann muss das „magische Dreieck" der Geld- und Währungspolitik in anderer Weise, nämlich durch Aufgabe der Wechselkursfixierung aufgelöst werden, wodurch sich Spielraum für eine eigenständige, stabilitätsorientierte Geldpolitik ergibt. Der spätere Übergang zu flexibleren Hartwährungsregimes, etwa in Form von crawling exchange rate bands, sollte deshalb rechtzeitig ins Auge gefasst werden.

Literaturverzeichnis

Banque de France, La zone Franc, Note d'information No. 106, Mars 1997.

– Rapport Exercice 1998.

Boughton, James A., The Economics of the CFA franc zone, in Masson, P.R./Taylor, M.P. (eds.): Policy Issues in the Operation of Currency Areas, Cambridge 1993.

[38] Vgl. Theresia Theuerl, 1998, S. 5 ff., insbes. S. 7 f.

[39] Vgl. Helmut Wagner, 1999, S. 18 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Camara, Modibo Khane, Die Finanzsektorreform in Afrika. Das Beispiel der Franc-Zone, Frankfurt a. M. 1998.

Delage, Alain/*Masiera*, Alain, La Franc CFA, bilan et perspectives, Paris 1994.

Dornbusch, Rüdiger, The Euro: Implications for Latin America. Paper, prepared for the World Bank, Cambridge 1999, Mass.

European Commission, EU-ACP Negotiations, Commission staff working paper for Negotiation Group 3: Economic and trade cooperation, Synthesis of the Studies of the impact of the EU's REPA proposal on ACP sub-regions, Brussels, 14 June 1999.

Frenkel, Michael/*Menkhoff*, Lucas, Stabile Weltfinanzen? Die Debatte um eine neue internationale Finanzarchitektur, Berlin/Heidelberg/New York 2000.

Gankou, Jean-Marie/*Yokono*, Dieudonné Bondoma, Gestion du taux de change et politique d'a justement dans les pays africains de la zone franc, Paris 1998.

Godeau, Rémi, Le franc CFA, Saint-Maur 1995.

IMF, World Economic Outlook, October 1999, Washington, D. C. 1999.

Juchems, Alexander, Theorie optimaler Währungsräume, Diss., Würzburg 1994.

Körner, Heiko, Kolonialpolitik und Wirtschaftsentwicklung: Das Beispiel Französisch West-Afrikas, Stuttgart 1965.

– The Future of the ACP Countries, in Intereconomics, Vol. 35, 2000.

Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Empfehlung für eine Entscheidung des Rates über Wechselkursfragen in Zusammenhang mit dem CFA-Franc, Allgemeine Erwägungen, Dokumente KOM (1998) 412 endg. Brüssel 1998.

Krauskopf, Bernd/*Steven*, Christine, Einführung des Euro in außereuropäischen Territorien und währungsrechtliche Regelungen im Verhältnis zu Drittstaaten, in: Europäische Zeitung für Wirtschaftsrecht, No. 21/1999, abgedr. in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 14, 20. März 2000.

La BCEAO confiante dans dans l'avenir du franc CFA, in: Actualités internationales, 11. Nov. 1998.

Lelart, Michel, La construction monétaire Européenne, Paris 1994.

Mehler, Andreas, Neue Regeln, altes Spiel; warum man die Reform der französischen Afrikapolitik näher betrachten sollte, in: Entwicklung und Zusammenarbeit, Jg. 40, 1999.

Müller, Henrik, From Dollarisation to Euroisation, in: Intereconomics, Vol. 34, 1999, S. 286-296.

Parlement Européen – Commission du développement et de la coopération, Avis à l'intention de la commission économique, monétaire et de la politique industrielle, 3. Les éffets économiques attendus du passage à l'euro, Bruxelles, P.E. 288.235/fin, 8. Dec. 1998.

Semedo, Gervasio/*Villieu*, Patrick, La Zone franc: Mécanismes et perspectives macroéconomiques, Paris 1997.

The World Bank, Adjustment in Africa, New York/Toronto 1994.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- World Development Indicators 1999, Washington, D. C. 1999a.
- World Development Report 1998/99, Oxford/New York 1999b.
- Weltentwicklungsbericht 1999/2000, Frankfurt a. M. 2000.

Theuerl, Theresia, Perspektiven der Europäischen Währungsunion nach dem Gipfel von Brüssel, in: Theuerl, Theresia/Randzio-Plath, Christa: Nach dem Euro-Gipfel. Perspektiven der Europäischen Währungsunion. HWWA-Diskussionspapier 63, Hamburg 1998.

UNCTAD, World Investment Report 1999, New York/Geneva 1999.

Wagner, Helmut, Monetary Policy in Transition Economics: On Central Bank Independence and Nominal Anchors, Fernuniversität Hagen – Diskussionsbeiträge Fachbereich Wirtschaftswissenschaft Nr. 270, 1999.

Zilioli, Chiara/*Selmayr*, Martin, The External Relations of the EURO Area: Legal Aspects, in: Common Market Law Review, Vol. 36, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Taylor Rules in Open Economies

By Claus Greiber and Bernhard Herz*

A. Introduction

Research on monetary policy rules takes as given that central banks should have a goal or target for the rate of inflation. This inflation targeting may be explicit as in New Zealand, the U.K., and Euroland or implicit as in the US. Most economic researchers also assume that the central bank should implement its monetary policy through the guidance of a policy rule or a portfolio of such rules. Such a rule describes how the instruments of the central bank are adjusted in response to developments in the economy. A well-known example of such an instrument rule is the so-called Taylor rule[1], $r_t = g_y y_t + g_\pi \pi_t$, according to which the short-term interest rate should be adjusted to movements in income and inflation.

Research on the Taylor rule has been very active and has focused on two aspects. Firstly, in a welfare analysis the efficiency of different types of Taylor rules has been investigated on a variety of models.[2] Secondly, the Taylor rule has been used as a simple framework in the spirit of Friedman and Schwartz to describe the policies central banks have pursued in the past.[3]

So far, the theoretical literature has mainly assumed a closed economy framework. This paper wants to contribute to the analysis of Taylor rules in an open economy. Based on Ball (1999) it analyses in a first step how the optimal monetary policy changes in an open economy. In this case, the Taylor rule has to be modified, for monetary policy does not only affect the economy via the interest rate channel but also via the exchange rate. Secondly, the paper investigates in a Taylor rule framework which monetary policies central banks have actually pursued. By comparing these results of the positive analysis with the welfare analysis we then try to evalu-

* Corresponding author: Lehrstuhl VWL 1, Universität Bayreuth, Universitätsstr. 30, 95447 Bayreuth, e-mail: bernhard.herz@uni.bayreuth.de

[1] See Taylor, 1993.

[2] See Taylor, 1999.

[3] See Taylor, 1999; Clarida/Gertler, 1996; Clarida/Gali/Gertler, 1997 and Angeloni/Dedola, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ate the actual policies and the suitability of the Taylor rule as a monetary instrument rule.

Section B. introduces a simple dynamic model of a small open economy, and section C. derives the optimal instrument rule in a calibrated version of the model. Section D. presents results from estimating Taylor rules and relates the estimations to the results from the calibrated model. Section E. concludes and discusses some policy considerations.

B. Model

The model is an extension of Svensson (1997) and Ball (1997) to an open economy and follows Ball (1999). The aim is to capture the common view about the major effects of monetary policy in a simple way.

The following three equations describe the model:

$$y_t = \alpha_1 y_{t-1} - \alpha_2 r_{t-1} - \alpha_3 e_{t-1} + \varepsilon_t, \tag{1}$$

$$\pi_t = \beta_1 y_{t-1} + \pi_{t-1} - \beta_3 e_{t-1} + \eta_t, \tag{2}$$

$$e_t = \theta r_t + \nu_t. \tag{3}$$

y is the log of real output, r is the real interest rate, e is the log of the real exchange rate (in quantity notation, i.e., a higher e means an appreciation of the domestic currency), π is the inflation rate, and ε, η, and ν are white noise shocks. All parameters are positive, and all variables are measured as deviations from average levels.

Equation (1) can be interpreted as an open economy IS curve. Output depends on lagged output, the lagged real interest and exchange rate, and a demand shock. Equation (2) is an open economy Phillips curve. Inflation is influenced by lagged output, the lagged exchange rate, and a shock. The exchange rate affects inflation directly through its effect on import prices. Equation (3) links the exchange rate and the interest rate. It implies that a rise in the interest rate leads to an appreciation of the domestic currency.[4] Shock ν captures other influences, e.g. expectations, and foreign interest rates.

The central bank conducts its policy by setting the real interest rate r. Using equation (3) one can also rewrite any interest rate rule as a rule for setting the exchange rate or a combination of the exchange and the interest rate.

[4] We set θ equal to one which implies the uncovered interest parity.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

A central feature of the model is that monetary policy affects inflation via two channels. A tighter monetary policy reduces inflation directly through the price effects of the appreciating currency, and indirectly by reducing the output through the higher interest and exchange rate. Due to the lag structure a tighter monetary policy increases the interest and the exchange rate contemporaneously, leading after one period to lower output caused by a reduced demand for goods and lower inflation through the direct effect of the exchange rate on import prices. After two periods inflation continues to fall as a consequence of the indirect effect via output in the Phillips curve. This structure captures the conventional view that in the short and medium run monetary policy affects prices and output, while in the long term only price effects occur.[5] A number of studies also suggest that the output effect of monetary policy reaches its peak earlier than the inflation reaction.[6]

In the model a period is interpreted as one year. This implies that the time lags are roughly in line with the empirical evidence.[7] The analysis uses a calibrated version of the model with the base parameters taken from Ball (1999). The coefficient of output persistence is 0.8, the slope of the Phillips curve β_1 is 0.4. An increase in the interest rate has a combined interest and exchange rate effect on output of $\frac{\alpha_2}{\theta} + \alpha_3$ which is set to 1.0. The direct price effect of the exchange rate β_3 is assumed to be 0.2, and θ, the exchange rate effect of the interest rate, is 1.0. From the IS curve the relation α_2/α_3 is taken as 3.0 which implies together with the other assumptions $\alpha_2 = 0.6$ and $\alpha_3 = 0.2$.

C. Efficient Instrument Rules

An optimal instrument rule for the central bank can be defined as minimizing the loss function L of the central bank

$$L = (1 - \omega)\sigma_y^2 + \omega\sigma_\pi^2 \tag{4}$$

which is assumed to be a weighted sum of output variance and inflation variance. The weights ω are determined by the central bank's preferences.

What are the characteristics of an efficient instrument rule? To derive the optimal monetary rule we substitute equation (3) into equation (1) and shift

[5] Obviously, the output effects only die out if the model is stable.

[6] See Cochrane, 1994 and Gerlach/Smets, 1995.

[7] See Cochrane, 1994 and Gerlach/Smets, 1995.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

the time scripts forward to show the effects of monetary policy on future output and inflation.

$$y_{t+1} = -\left(\frac{\alpha_2}{\theta} + \alpha_3\right) e_t + \alpha_1 y_t + \varepsilon_{t+1} + \left(\frac{\alpha_2}{\theta}\right) v_t, \tag{5}$$

$$\pi_{t+1} = \beta_1 y_t + \pi_t - \beta_3 e_t + \eta_{t+1}. \tag{6}$$

The development of the economy is determined by the state variables of the model, the monetary policy rule, and future shocks. The state variables can be defined as $\alpha_1 y_t + \left(\frac{\alpha_2}{\theta}\right) v_t$ from equation (4) and $\beta_1 y_t + \pi_t + \beta_3 e_{t-1}$ from equation (5). Since the model is linear-quadratic one can show the optimal rule to be linear in the two state variables:[8]

$$e_t = m\left[\alpha_1 y_t + \left(\frac{\alpha_2}{\theta}\right) v_t\right] + n\left[\beta_1 y_t + \pi_t + \beta_3 e_{t-1}\right]. \tag{7}$$

The constants m and n are to be determined for the optimal monetary policy. By equation (3) the equivalent interest rate rule is

$$r_t = g_y y_t + g_\pi \pi_t + g_e e_t, \tag{8}$$

with

$$g_y = \frac{m\alpha_1 + n\beta_1}{m\alpha_2}, \quad g_\pi = \frac{n}{m\alpha_2}, \quad g_e = \frac{m\alpha_2 - \theta}{m\alpha_2\theta}.$$

This optimal interest rule can obviously be interpreted as a modified Taylor rule. The central bank changes interest rates not only in response to output and inflation but also in response to the exchange rate. The resulting rule should be understood as a short to medium term reaction function of the central bank. It is neither a day to day reaction function for the setting of money market instruments nor a guideline for fine-tuning the economy.

The optimal interest rate rule with its underlying coefficients m and n can only be determined numerically. We substitute equations (5) and (6) into (8) to get an exchange rate equation in lagged output, inflation, and exchange rate

[8] See Ball, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$e_t = (\alpha_1 z + \beta_1 n) y_{t-1} + n\pi_{t-1} - \left(\frac{\alpha_2}{\theta} + \alpha_3\right) z e_{t-1} + z\varepsilon_t + n\eta_t + \alpha_2 m v_t + \alpha_2 z v_{t-1}, \tag{9}$$

with

$$z = \alpha_1 m + \beta_1 n .$$

Equations (5), (6) and (9) define an ARMA(1,1) process for $X = [y, \pi, e]'$

$$X_t = \Phi_1 X_{t-1} + E_t. \tag{10}$$

To determine the efficient policies we have to search for the coefficients m and n that minimize the weighted sum of output and inflation variances in the loss function (4) for the given parameters and shock variances. The variances of the shocks ε, η, and ν are assumed to be unity.

What is the optimal monetary policy rule in the baseline case? In general, the central bank acts countercyclically. It raises the interest rate if output increases, if inflation raises above its target value, and if the exchange rate depreciates. Even though the central bank is assumed to only stabilize inflation and output, it is optimal to take also into account the exchange rate movement. By smoothing the exchange rate the central bank can dampen the output and inflation volatility. In the baseline case of similar weights for output and inflation in the loss function, $\omega = .5$, the model implies output and inflation coefficients of $g_y = 1{,}2923$ and $g_\pi = 1{,}2308$. These values are of a similar order, though somewhat larger, than those calculated and used in closed economy frameworks.[9] The coefficient of the exchange rate is $g_e = -0{,}9231$.[10]

How is the optimal policy rule affected by changes in the policymakers' preferences and by changes in the structure of the economy? With respect to recent developments in monetary policy we want to discuss two aspects.[11]

1. Preferences of central banks: In the nineties central banks seem to have emphasized the inflation stabilization goal relative to output stabilization, i.e., the weight of the inflation target in the central bank loss function ω has increased. Institutionally, some central banks switched to ex-

[9] See Taylor, 1993.

[10] See Table 1.

[11] A third aspect would be the increase in capital mobility which leads to a larger value for θ. Due to the minor importance of this issue it is not discussed here.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

plicit inflation targeting and in some cases the inflation goal was explicitly written into the central bank constitution.

2. Openness: In the model more open economies should be characterized by a stronger effect of import prices on domestic inflation, i.e. a larger β_3, and an increased effect of the exchange rate on goods demand, i.e., a larger α_3.

If the weight of the inflation goal ω in the loss function is increased, the optimal monetary rule implies stronger policy reactions to changes in output and inflation.[12] The policy becomes more active and interventionistic with respect to these two variables. In contrast, the exchange rate coefficient g_e is hardly affected. Thus, inflation targeting in an open economy implies that the central bank stabilizes the exchange rate as a means to reduce inflation volatility and not as a goal in itself. This policy reaction implies an increasing variance of output and a decreasing variance of inflation. To stabilize inflation the central bank reacts more strongly to inflation divergence and is thus willing to incur larger variations of output. This policy also implies greater exchange rate volatility. Thus, output targeting is more compatible with fixed exchange rate systems, whereas inflation targeting results in a system of more flexible exchange rates. Put differently, a volatility trade-off exists between output and the exchange rate on one side and inflation on the other.

Table 1

Taylor Coefficients and Variances for Output, Inflation, and the Exchange Rate Under Alternative Monetary Goals

ω	g_y	g_π	g_e	σ_y^2	σ_π^2	σ_e^2
0.1	0.9778	0.4444	–1.2222	2.6308	4.6125	0.4716
0.5	1.2923	1.2308	–0.9231	3.5684	1.6976	1.3793
0.9	1.8538	2.6346	–0.9231	4.8516	1.1601	4.9225

Secondly, how do Taylor rules change with the degree of openness of countries? In more open countries the exchange rate has a greater effect on inflation (β_3) and on demand for goods (α_3).

[12] See Table 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Table 2

Taylor Coefficients and Variances for Output, Inflation, and the Exchange Rate with Low and High Degree of Openness

	g_y	g_π	g_e	σ_y^2	σ_π^2	σ_e^2
$\alpha_3 = 1.0$, $\beta_3 = .2$ (baseline)	1.2923	1.2308	–0.9231	3.5684	1.6976	1.3793
$\alpha_3 = 1.5$	0.8	0.6667	–1.0833	5.3669	2.5371	0.5628
$\beta_3 = .3$	1.4047	1.5116	–1.3256	3.3393	1.4574	1.1618
$\alpha_3 = 1.5$, $\beta_3 = .3$	0.8368	0.7586	–1.2989	5.1495	2.1776	0.502

If the direct effect of exchange rates on inflation β_3 is greater, the central bank responds more actively to the exchange rate to smooth the destabilizing effects of exchange rate volatility on inflation. It also reacts more strongly to inflation and output. Apparently the central bank seeks to fine-tune the increased direct price effect via the exchange rate and the unchanged indirect price effect via the output. Interestingly, the variances of all variables decrease if the β_3-coefficient increases.

An increasing openness of an economy could also cause a greater influence of the exchange rate on the goods market (i.e. α_3 is larger). In this case, the indirect effect of monetary policy on inflation is strengthened. A restrictive monetary policy reduces output to a larger degree and thus, after a lag of one period, also inflation. As monetary policy has stronger effects on both variables, it is optimal for the central bank to reduce its reaction to inflation and output. In contrast, the exchange rate parameter g_e is in general slightly higher.

Taken together, the α_3- and β_3-effects of greater openness work in opposite directions. A simulation of the combined effect of a proportional increase of both effects shows, that the goods market channel via α_3 of the exchange rate dominates in the case of the output and inflation parameters. This could be due to the fact, that the goods market effect of the exchange rate influences both output and (with a lag of one period) inflation. In contrast, the direct effect of the exchange rate only changes inflation. Concerning the volatility of the variables, the higher degree of openness leads to a stabilization of the exchange rate and to a toleration of larger output and inflation variances.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Estimation of Taylor Rules

In the following we estimate Taylor rules for several countries to assess whether the patterns of the derived optimal policy appear in the monetary policy reaction functions. Here the framework of the "traditional" empirical work on the Taylor rule[13] is used. Concerning the empirical testability of the results for an optimal monetary policy one major problem arises. It is not possible to apply the parameter values of the simulated model to the empirical framework, i.e. to test whether the parameters in reality have certain values, since they are derived from an artificially calibrated model which does not account for econometric specification problems like e.g. autocorrelation. Nevertheless the above results can be taken as rough guidelines for the conduct of an optimal monetary policy.

The simulation analysis yields two main conclusions for the form of the optimal Taylor rule. Firstly, the weight on the inflation parameter increases in relation to the other parameters if the preference of the monetary authority for inflation stability is relatively high. Secondly, more open countries have to care more about exchange rate stabilization to optimize monetary policy. The question arises whether countries followed these strategies in the past. Concerning the empirical verification of the first optimality result it is difficult to find an empirical proxy for the degree of inflation preference of a country. Hence we concentrate on the second aspect where we use the size of a country as a proxy for openness.

The empirical model of the Taylor rule is based on two components, first the Taylor or interest target rule and second the interest smoothing process.

The Taylor-rule is specified as

$$i_t^* = \alpha + \beta(\pi_t - \pi_t^*) + \gamma(y_t - y_t^*) + \delta e_t \,. \tag{11}$$

i_t^* is the target interest rate, $(\pi_t - \pi_t^*)$ the deviation of current inflation from the inflation target, and $(y_t - y_t^*)$ the deviation of output from its target. The variable e_t alternatively represents the exchange rate deviation from its target $(e_t - e_t^*)$ or the influence of the foreign interest rate level.[14]

The second component of the empirical specification is the interest rate smoothing process. The smoothing process describes the gradual adjustment of the interest rate to its target by the central bank. This smoothing process

[13] See Clarida/Gertler, 1996; Clarida/Gali/Gertler, 1997 and Greiber, 2000.

[14] The use of variables in deviation rather than in level form is in the spirit of the above theoretical model. Estimations with variables in level form did not lead to reasonable parameters.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

is mainly due to adjustment costs which are taken into account when the central bank sets the interest rate. It is modeled as an AR(1)-process

$$i_t = \lambda i_t^* + (1 - \lambda) i_{t-1} + \varepsilon_t . \tag{12}$$

Combining (1) and (2) yields

$$i_t = \lambda\alpha + \lambda\beta(\pi_t - \pi_t^*) + \lambda\gamma(y_t - y_t^*) + \lambda\delta e_t + (1 - \lambda) i_{t-1} + \varepsilon_t . \tag{13}$$

Equation (13) has to be estimated by an instrumental variable method since e_t and ε_t are probably correlated due to the simultaneous determination of the interest rate and the exchange rate (or the foreign interest rate) on the financial markets.

The Taylor rule was estimated for several European countries and the United States by nonlinear OLS using monthly data. The variables were specified as the following: i_t is the national call rate, π_t the change in the consumer price index over the past year, π_t^* the inflation target, and $(y_t - y_t^*)$ represents the deviation of the log industrial production from its target value. The variable e_t was specified in two alternative ways, first as the deviation of the nominal effective exchange rate from a target value $(e_t - e_t^*)$[15] and secondly as the German interest rate in level form. The first specification was estimated over a longer period (1970:1–1998:5), while the second was only estimated for European countries except for Germany over a rather short period (1987:1–1998:5) in order to capture the specific workings of the EMS with the Deutschmark as the nominal anchor.

It turned out that the exchange rate specification was useful only for longer time periods. Over shorter periods it did not yield reasonable estimates. This may be due to the empirical failure of the uncovered interest parity in the short run. Empirically the short-run influence of foreign variables is better captured by the foreign interest rate. The reason for this might be, that over shorter subsamples the exchange rate movement is dominated by influences like currency crises or national fiscal policies.

Table 3 contains the estimates of equation (13) applying the exchange rate specification. Most of the estimated parameters have the predicted sign. The exceptions are the output parameters γ for Belgium, Denmark, and Spain. However, the parameter is only significant in the case of Belgium. Concerning the hypothesis of the increasing weight of the exchange rate for more open countries one can clearly see that there is some evi-

[15] All target values were approximated by a linear quadratic time trend for the bigger sample. In the second specification the inflation target was set to the average inflation of the sample.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Table 3

Taylor Rule, 1970:1–1998:5

Country	α	β	γ	δ	λ	R^2	β/δ
AUS	6.143 0.2801	0.308 0.2189	0.4866 0.1266	–0.09 0.1906	0.107 0.0342	0.938	–3.42
BEL	6.7366 0.3558	1.26 0.2626	–0.338 0.0988	–0.416 0.1058	0.215 0.0704	0.857	–3.02
DEN	10.480 0.3521	0.626 0.1887	–0.145 0.1005	–0.054 0.0666	0.4021 0.1132	0.704	–11.43
FRA	8.729 0.6722	0.337 0.4392	0.709 0.4904	–0.232 0.1286	0.058 0.0363	0.958	–1.45
GER	5.945 0.32	1.085 0.2323	0.408 0.1087	–0.122 0.1036	0.1791 0.0581	0.847	–8.82
NEL	6.151 0.3084	0.318 0.2228	0.350 0.1123	–0.282 0.1355	0.244 0.0682	0.797	–1.12
SPA	12.256 1.8563	0.675 0.9584	–0.271 0.4746	–0.058 0.2322	0.1 0.0739	0.666	–11.48
USA	7.495 0.3738	0.454 0.2241	0.436 0.1328	0.014 0.049	0.110 0.0343	0.953	31.55

small numbers: standard errors

dence in favor of this claim. In the larger or less open countries like Germany and Spain the relation of the inflation and exchange rate coefficients in the Taylor rule β/δ is larger than in the smaller countries like Austria, Belgium, and the Netherlands. For the US the exchange rate parameter is positive but not significant. Hence the relation β/δ is quite large, as predicted. The only countries which do not fit into this pattern are France and Denmark. For France the relation seems to be too small in comparison to the more open countries. Denmark has quite a high β/δ-relation. Albeit the exchange rate coefficient δ is not significant.

Table 4 contains the results of the estimations of equation (13) from 1987:1 to 1998:5 using the German call rate specification. Again most of the parameters have the predicted sign.[16] Only the inflation coefficient for the Netherlands has the wrong sign. However, it is not significant.[17]

[16] The sign of δ should be positive here. An increase in the German call rate corresponds to a depreciation of the home currency.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Table 4

Taylor Rule, 1987:1–1998:5

Country	α	β	γ	δ	λ	R^2	β/δ
AUS	1.965 1.3175	1.040 0.5588	0.176 0.1356	0.666 0.2234	0.161 0.0763	0.963	1.561
BEL	0.676 0.3695	0.389 0.1936	0.0005 0.0661	0.932 0.0599	0.480 0.1211	0.964	0.417
DEN	0.603 17.706	6.378 20.3122	0.966 4.8927	1.146 2.487	0.022 0.0662	0.889	5.563
FRA	0.897 1.0062	0.663 0.459	0.1273 0.1162	0.998 0.1531	0.229 0.0851	0.952	0.664
GER	5.083 0.7547	1.087 0.5391	1.1185 0.4756	– –	0.029 0.0145	0.992	–
ITA	6.134 1.2527	0.68 0.3233	0.1694 0.1188	0.668 0.1923	0.226 0.0826	0.937	1.017
NEL	–1.07 0.9347	–0.934 0.9744	0.342 0.4173	1.155 0.1367	0.115 0.145	0.991	–0.809
SPA	5.095 8.3045	2.715 2.982	1.038 1.6368	0.366 1.3405	0.025 0.037	0.982	7.415
USA	5.148 0.176	0.238 0.3605	1.21 0.15	– –	0.085 0.0161	0.993	–

small numbers: standard errors

In this case, the evidence concerning the hypothesis on the relative weight of the exchange rate is less clear than in the case of the exchange rate specification. The relation β/δ is small for Belgium and the Netherlands and large for Spain and Italy as postulated. However, the results for Austria, France and Denmark contradict our hypothesis. Hence the size of the parameters yields conflicting evidence. On the other hand, the fact that most of the interest parameters are highly significant while some of the inflation parameters are insignificant can be interpreted in favor of the hypothesis mentioned above.

[17] The negative β could be due to the monetary contraction in Germany after the reunification. Dutch inflation was especially low during that period. But due to the strong increase of the German interest rates in 1991 to 1993 the Dutch central bank had to rise the interest rate as well. This could explain the negative correlation of the interest rate and the inflation deviation.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In general, the problem of estimating Taylor rules over short periods is that the monetary reaction function might be dominated by short or medium term developments. For example the US Taylor rule is dominated by the output stabilization while inflation is not important. This is because the constructed output deviation varies much stronger than the inflation deviation over that period. Hence the relation between interest rate and output is more significant. It is a general impression when working with empirical Taylor rule specifications that estimations over a short sample do not yield reliable results. In particular, there is need for further research on specifying the trend variables, since the usually applied methods only seem to deliver rough approximations of the inflation, output and exchange rate targets.

In summary, there is evidence in favor of the postulated form of the Taylor rule. The Taylor approach seems to be a useful framework to characterize monetary policy. In addition, small open economies tend to react relatively strongly to the exchange rate compared to the inflation rate, an efficient response as has been discussed in the welfare analysis.

E. Conclusions

The paper analyses the consequences of a change in the preference for inflation stability, the degree of capital mobility and openness for the optimal monetary policy. While a higher preference for the inflation goal and a greater capital mobility lead to a stronger reaction to inflation movements, a higher degree of openness yields an optimal policy which emphasis the reaction to exchange rate movements. Hence it is especially welfare improving for small open countries to reduce the variance of the exchange rate. But also monetary authorities of bigger currency areas like the European Central Bank should take into account the possibility to smooth inflation and output volatility through dampening exchange rate movements. It has been empirically shown that countries follow this pattern at least in the long run. In the short run the exchange rate stabilization might be of minor importance.

Can the modified Taylor rule be used as an strict instrument rule for the central banks? Probably not, as the problems with the estimation in the short run indicate. However, based on the welfare analysis and the empirical evidence the Taylor rule could provide important guidance to monetary policy in the longer run.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

References

Angeloni, Ignazio/*Dedola,* Luca, From the ERM to the Euro: New Evidence on Economic and Policy Convergence among EU Countries, ECB Working Paper No. 4, 1999.

Ball, Laurence, Efficient Rules for Monetary Policy, NBER Working Paper, No. 5952, 1997.

– Policy Rules for Open Economies, in: Monetary Policy Rules, edited by John B. Taylor, Chicago 1999.

Clarida, Richard/*Gali,* Jordi/*Gertler,* Mark, Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence, NBER Working Paper No. 6254, 1997.

Clarida, Richard/*Gertler,* Mark, How the Bundesbank Conducts Monetary Policy, NBER Working Paper No. 5581, 1996.

Cochrane, John H., Shocks, Carnegie-Rochester Conference on Public Policy, Vol. 41, 1994, 295–364.

Gerlach, Stefan/*Smets,* Frank, The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the G-7 Countries, BIS Working Paper No. 27, 1995.

Greiber, Claus, Empirische Taylor-Regeln als monetäre Reaktionsfunktionen im EWS, Working Paper, University of Bayreuth 2000.

Taylor, John B., Discretion versus Policy Rules in Practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39, 1993, 195–214.

– The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank, IIES Seminar Paper No. 649, 1998.

– A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, in: Monetary Policy Rules, editor: J.B. Taylor, Chicago 1999, 319–348.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vermögenspreise und Geldpolitik

Von Hermann Remsperger und Dietrich Domanski

A. Veränderungen der Vermögenspreise – Anlass zur Sorge für die Geldpolitik?

Die zweite Hälfte der Neunzigerjahre war in den meisten Industrieländern durch ausgeprägte Divergenzen in der Preisentwicklung auf den Gütermärkten einerseits und den Aktienmärkten andererseits gekennzeichnet. Während der Anstieg der Güterpreise fast zum Stillstand kam, verzeichneten die Aktienmärkte hohe Kursgewinne. So betrug der Verbraucherpreisanstieg in den Industrieländern im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 1999 noch 2,0 % und im Jahr 1999 sogar lediglich 1,4 %. Im gleichen Zeitraum haben die Notierungen an den Aktienmärkten weltweit um 120 % zugelegt, davon allein 53 % im Jahr 1999; dies entspricht einem jährlichen Anstieg von 17 %. An der Spitze dieser Entwicklung stehen die Vereinigten Staaten, wo die Notierungen seit Anfang 1995 fast um das Zweieinhalbfache gestiegen sind. Zugleich waren traditionelle Bewertungskennziffern wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis oder die Dividendenrendite so hoch beziehungsweise so niedrig wie in den letzten zwanzig Jahren nicht (vgl. Tabelle 1).

Der Anstieg der Aktienkurse hat Befürchtungen geweckt, dass diese Entwicklung Risiken für die gesamtwirtschaftliche Stabilität in sich bergen könne. Im Lichte historischer Erfahrungen erscheinen derartige Sorgen zumindest auf den ersten Blick auch gerechtfertigt. Das gravierendste Beispiel der jüngeren Vergangenheit für Schäden, die ein „boom and bust"-Zyklus an den Vermögensmärkten anrichten kann, ist die japanische Wirtschaft. Dort mündete ein starker mehrjähriger Anstieg der Aktien- und Immobilienpreise und das Platzen dieser Preisblase Ende der Achtzigerjahre in eine nachhaltige, bis heute andauernde wirtschaftliche Schwächeperiode.[1] Die zunächst stark steigenden und dann kollabierenden Aktien- und Immobilienpreise hatten nicht nur negative Rückwirkungen auf die Konsum- und Investitionstätigkeit. Vielmehr wurde vor allem auch der japanische Finanzsektor in Mitleidenschaft gezogen. Nach einer übermäßigen Ausweitung der Kredite, die durch aufgeblähte Aktien- und Immobilienwerte besichert wurden, führte der Preiseinbruch auf den Vermögensmärkten zu massiven

[1] Vgl. hierzu Hoffmaister/Schinasi, 1994 und Miller, 1996.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 1

Kennziffern zur Aktienmarktentwicklung*

Land	Markt-kapitalisierung[1]		Kursanstieg bis Ende 1999 gegenüber (in %)		Kurs-Gewinn-Verhältnis	
	in Mrd Euro	in % d. BIP	Anfang 1995	Ende 1998	12/99	lang-fristiger Durch-schnitt[2]
USA	13.713	149	+ 238	+ 21	30,7	14,9
EWU	4.946	82	+ 153	+ 15	26,6	13,7
Deutschland	1.260	64	+ 174	+ 34	26,0	16,3
Japan	4.641	96	+ 26	+ 68	83,1	42,6

* Alle Angaben beziehen sich auf einen marktbreiten Index (Datasteam Total Market Index). – [1] Per Ende 1999; BIP-Zahlen für 1999; EWU: 4. Vj. 98 – 3. Vj. 99. – [2] 1980 bis 1999. *Quelle:* Datastream

Forderungsausfällen und zur Insolvenz großer Banken; die Kreditvergabe kam zeitweise praktisch zum Erliegen.

Weiter zurückliegend, aber von noch größerer Tragweite, war der Crash am US-Aktienmarkt im Jahr 1929, der zur Weltwirtschaftskrise führte. Schon damals kam eine intensive politische und akademische Diskussion über die Zusammenhänge zwischen Geldpolitik und Vermögenspreisen in Gang. Im Zentrum der Auseinandersetzung stand die Frage, ob und wie die Notenbank reagieren soll, wenn sie mit einer (vermeintlichen) Preisblase an den Vermögensmärkten konfrontiert wird. So bezeichnete Adolf Miller, Mitglied des Federal Reserve Board in den Zwanzigerjahren, die Zinspolitik der US-Notenbank in den Jahren 1927 bis 1929 im Rückblick als zu zögerlich und damit als einen der „most costly errors committed by the Federal Reserve System or any other banking system in the last 75 years."[2] Seither lebte im Umfeld stark steigender Vermögenspreise die Debatte über die angemessene geldpolitische Reaktion immer wieder auf.[3]

Der vorliegende Beitrag knüpft an diese Diskussionen an. Er beschränkt sich allerdings nicht auf die Frage, ob – und gegebenenfalls wie – die Geldpolitik auf starke Fluktuationen der Aktien- oder Immobilienpreise reagieren soll. Sein Ziel ist es, die Rolle von Vermögenspreisen bei der Konzep-

[2] Zitiert nach Eichengreen, 1992.

[3] Vgl. etwa Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 1993 oder IMF, 1992.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tion und der Umsetzung der Geldpolitik in einem etwas breiteren Kontext darzustellen. Dazu wird im folgenden Abschnitt B. zunächst diskutiert, ob Vermögenspreise als geldpolitische Zielgrößen fungieren können und sollten. Der Teil C. beschäftigt sich mit der Rolle von Vermögenspreisen als geldpolitische Indikatoren. Den Abschnitt D. bilden einige Schlussbetrachtungen aus Sicht der Geldpolitik im Eurosystem.

B. Vermögenspreise als geldpolitische Zielgrößen

In den letzten Jahren hat sich in Wissenschaft und Politik ein breiter Konsens darüber herausgebildet, dass die Stabilisierung des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus die vorrangige Aufgabe der Notenbank ist. Diese klare und weitgehend unstrittige Zielzuweisung fußt auf zwei Erkenntnissen: Erstens verursacht ein anhaltender Anstieg des Preisniveaus ebenso wie ein dauerhafter Rückgang erhebliche ökonomische Schäden. Zweitens besteht längerfristig ein enger und kausaler Zusammenhang zwischen der von der Notenbank steuerbaren Liquiditätsausstattung der Wirtschaft und der Inflationsentwicklung.[4] Definiert wird Preisniveaustabilität in aller Regel auf der Grundlage von Güterpreisindizes, während Vermögenspreise nicht einbezogen werden.

Vor diesem Hintergrund besteht ein erster, sehr weit gehender Ansatz zur Berücksichtigung von Vermögenspreisen in der Geldpolitik darin, sie bei der Zielformulierung Güterpreisen gleichzustellen. Dies liefe darauf hinaus, die Zielfunktion der Notenbank um eine Vermögenspreiskomponente zu erweitern. Vorgeschlagen wird in diesem Zusammenhang zumeist eine implizite Berücksichtigung bei der Zielformulierung, indem Vermögenspreise in die Berechnung des als Zielgröße fungierenden Preisindex einbezogen werden.[5] Eine derartige Gleichstellung von Güter- und Vermögenspreisen wäre dann zu begründen, wenn diejenigen Argumente, die (Güter-)Preisniveaustabilität als Ziel der Geldpolitik rechtfertigen, auch für die Stabilisierung von Vermögenspreisen herangezogen werden könnten, wenn also Vermögenspreisbewegungen ab einer bestimmten Stärke grundsätzlich zu Wohlfahrtsverlusten führen würden und diese Bewegungen monetär verursacht wären.

---

[4] Zahlreiche empirische Studien belegen den positiven langfristigen Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation; beispielhaft sei hier auf McCandless/Weber, 1995 sowie King/Watson, 1997 verwiesen.

[5] Für einen breiten, um Vermögenspreise ergänzten Preisindex sprechen sich beispielsweise Goodhart, 1995 sowie Wadhwani, 1999 aus. Dahinter steht das Argument, die Geldpolitik dürfe nicht nur die heutigen, sondern müsse auch die künftigen Güterpreise, die in den Vermögenspreisen ihren Niederschlag finden, in ihr Kalkül einbeziehen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

I. Stabilisierung von Vermögenspreisen: Eine sinnvolle wirtschaftspolitische Zielvorgabe?

Die Stabilisierung der Preise etwa auf Aktien- und Immobilienmärkten analog zum Güterpreisniveau mag auf den ersten Blick wünschenswert erscheinen, wenn man sich die weit reichenden Wirkungen eines „boom and bust"-Zyklus an den Vermögensmärkten vor Augen hält. Allerdings gibt es einige grundlegende ökonomische Unterschiede zwischen Güter- und Vermögenspreisen, die gegen eine Gleichbehandlung bei der geldpolitischen Zielformulierung sprechen.

Vermögen, beispielsweise in Form von Forderungen (wie Anleihen oder Buchkrediten), Beteiligungen (wie Aktien) oder dem unmittelbaren Eigentum an langlebigen Gebrauchsgütern (in erster Linie Immobilien), verkörpert Ansprüche auf einen Teil des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks beziehungsweise dessen künftige Erträge. Da diese Erträge erst in der – häufig fernen – Zukunft anfallen und ihre Höhe ungewiss ist, werden Vermögenspreise wesentlich durch Erwartungen über die künftige Ertragsentwicklung und die damit verbundenen Unsicherheiten bestimmt. Nach dem einfachen Barwertmodell entspricht der aktuelle Vermögenspreis dem Gegenwartswert der künftigen Erträge aus dem Vermögen. Die beiden Determinanten des Vermögenspreisniveaus sind der für die Zukunft erwartete Einkommensstrom sowie die zeitlich damit korrespondierenden Diskontierungsraten, die gedanklich jeweils in einen risikolosen Zinssatz und eine Risikoprämie zerlegt werden können.[6]

Konkret kann ein Anstieg (Rückgang) der Vermögenspreise somit auf verbesserte (verschlechterte) Ertragserwartungen, einen niedrigeren (höheren) sicheren Zinssatz oder aber auf rückläufige (steigende) Risikoprämien zurückzuführen sein. Je nach Vermögenskategorie können Erwartungen über ganz unterschiedliche Faktoren nicht nur aus dem monetären, sondern auch aus dem realen Bereich preisbestimmend sein.[7,8]

Der Versuch, entweder einzelne oder auch ein ganzes Spektrum von Vermögenspreisen zu stabilisieren würde letztlich bedeuten, dass auch die Erwartungen über die zugrunde liegenden Fundamentalfaktoren – wie etwa das

---

[6] Vgl. z. B. Campbell/Lo/MacKinley, 1997.

[7] Die Überlegung, dass Vermögenspreise Erwartungen nicht nur über monetäre Größen, sondern zugleich auch über die realwirtschaftliche Entwicklung widerspiegeln, ist zugleich ein Argument gegen die Verwendung von Güter und Vermögen umfassenden Indizes, die dann auch keine reinen Preisindizes mehr wären, sondern einen Mischcharakter hätten. Zugleich wird deutlich, dass der verschiedentlich gebrauchte Begriff der „asset price inflation" oder auch „asset price deflation" unpräzise ist.

[8] Vgl. Tabelle 2.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 2

Merkmale der Preisbildung bei ausgewählten Vermögenswerten (schematische Darstellung)

	Vermögenswert			
	Aktien	Anleihen	Immobilien	Fremdwährungsforderungen
Ertrag	Dividendenzahlungen	Kuponzahlungen	Mietzahlungen	Wechselkursgewinne
Bestimmungsfaktoren	Gewinnerwartungen (abhängig etwa von Wachstum, Besteuerung)	Wachstums- und Inflationserwartungen	Erwartungen über demographische Entwicklung, Wachstum	Wachstums-, Inflations- und Zinsdifferenziale
Risikoprämie				
Bestimmungsfaktoren	Insolvenzrisiko, allg. Unternehmensrisiko	Kreditrisiko, Inflationsunsicherheit	Liquiditätsrisiko, Mietzinsrisiko	Wechselkursrisiko
Preisdynamik				
Maximaler Ertrag (bis Endfälligkeit)	a priori unbegrenzt	Summe der Zinszahlungen	a priori unbegrenzt	a priori unbegrenzt
Kurzfristige Volatilität	Sehr hoch	Hoch	Relativ gering	Hoch

langfristige Wirtschaftswachstum – „stabilisiert" werden. Dies wäre ökonomisch nur dann zu rechtfertigen, wenn die für eine optimale Allokation des Kapitals erforderlichen Veränderungen der intertemporalen Austauschrelationen nicht behindert würden. So müsste beispielsweise ein starker Kursanstieg am Aktienmarkt dann zugelassen werden, wenn dahinter die Erwartung eines allgemeinen Produktivitätsschubs steht. Würde hingegen – mit welchen Mitteln auch immer – ein solcher Kursanstieg unterbunden, könnte der Aktienmarkt seine Kapitallenkungsfunktion nur noch unvollständig erfüllen, was vermutlich mit Wachstumseinbußen erkauft werden müsste. Durch die Wahl breit gefasster Vermögenspreisindizes, die beispielsweise nicht nur Aktienkurse, sondern auch Immobilienpreise einschließen,[9] ließe

[9] Vgl. Borio/Kennedy/Prowse, 1994.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sich die Gefahr, Bewegungen der relativen Preise zu restringieren, zwar verringern, aber wohl nicht beseitigen.[10]

Ist eine „Stabilisierung" von Vermögenspreisen schon konzeptionell problematisch, so erscheint sie aus praktischer Sicht nahezu undurchführbar, weil sie sich im Wesentlichen auf nicht beobachtbare Variablen stützen müsste. Ertragserwartungen und Risikoprämien lassen sich in aller Regel nicht beobachten oder nur unter ganz bestimmten, restriktiven Annahmen aus Vermögenspreisen „herausfiltern". Zwar kann man beispielsweise versuchen, den fundamental gerechtfertigten oder „fairen" Marktwert eines Aktivums mittels Simulationsrechungen auf der Grundlage von Barwertmodellen[11] oder mit Hilfe von ökonometrischen Verfahren zu schätzen[12]. Doch sind beide Ansätze mit derart großen Unsicherheiten behaftet, dass sie in der Regel keine Grundlage für politische Entscheidungen sein können. Die wirtschaftspolitischen Instanzen sind damit – wie auch die Marktteilnehmer selbst – mit einem schwer wiegenden Diagnoseproblem konfrontiert.[13]

Das Diagnoseproblem wird dadurch verschärft, dass die Preisbewegungen bei Vermögensgütern nicht unbedingt fundamental „verankert" sein müssen – also einen Bezug zur realen Ertragskraft des Vermögensgegenstands aufweisen –, sondern rein extrapolativ die Erwartung eines weiteren Kursanstiegs reflektieren können. Derartige (rationale) „spekulative Blasen" sind nicht von Preisveränderungen zu unterschieden, die von einer Neueinschätzung der (nicht beobachtbaren) Fundamentalfaktoren herrühren.[14,15] Hinzu kommt, dass schon vergleichsweise geringfügige Parameteränderungen – etwa in der Risikoeinschätzung der Marktakteure oder im Zinsniveau – beträchtliche Veränderungen des Bewertungsniveaus bewirken können. So hätte beispielsweise der Rückgang der deutschen Kapitalmarktzinsen um 1½ Prozentpunkte im Jahr 1998 ceteris paribus (bei unveränderter Risikoprämie und konstantem Dividendenwachstum) im Rahmen eines einfachen

---

[10] Umstritten ist darüber hinaus auch, ob es angesichts des äußerst heterogenen Charakters der einzelnen Vermögensarten und -märkte überhaupt möglich ist, einen repräsentativen Vermögenspreisindex zu konstruieren (vgl. zu dieser Kritik Capel/Houben, 1999).

[11] Vgl. IWF, 1999.

[12] Vgl. Reinhart, 1999.

[13] Vgl. Gertler, 1998.

[14] Vgl. Hamilton/Whiteman, 1985.

[15] Das Phänomen sich selbst erfüllender Erwartungen ist mit individuell rationalem Verhalten der Anleger vereinbar; es kann als Ausdruck eines Koordinationsproblems aufgefasst werden (Cuthbertson, 1997). So verglich bereits Keynes, 1936 die Aktienkursprognose mit dem Versuch, den Ausgang eines Schönheitswettbewerbs vorherzusagen; auch in diesem Fall kommt es nicht unbedingt auf die „Fundamentalfaktoren" – die objektive Schönheit – an, sondern auch darauf, wie die einzelnen Jurymitglieder die Meinung der übrigen Juroren einschätzen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Dividendenbarwertmodells einen Anstieg der Aktienkurse um rund 250 % erklären können.[16] Im Ergebnis lässt sich selbst in Phasen sehr ausgeprägter Marktdynamik kaum diagnostizieren, ob Kursbewegungen fundamental untermauert oder aber das Ergebnis spekulativer Übertreibungen sind.

Akzentuiert wird die Bedeutung der Erwartungen bei der Preisbildung an den Vermögensmärkten dadurch, dass ein wachsender Teil des Finanzvermögens in Form von Wertpapieren auf liquiden und informationssensitiven Märkten gehandelt wird. Niedrige Transaktionskosten sowie die zunehmende Bedeutung professioneller Akteure führen dazu, dass neue Informationen und Einschätzungen unmittelbar in Markttransaktionen umgesetzt werden. Dies verbessert zwar grundsätzlich die Effizienz des Preisbildungsprozesses. Allerdings können sich unter Umständen leichter „spekulative Blasen" bilden, beispielsweise wenn mit geringem Kapitaleinsatz große Risikopositionen aufgebaut werden. Schließlich kann es dazu kommen, dass zumindest phasenweise die Volatilität steigt. Auch wenn diese kurzfristigen Preisausschläge ökonomisch in der Regel unproblematisch sind[17], erschwert ein volatiles Umfeld doch die Interpretation von Kursbewegungen und die Identifikation längerfristiger Trends.

Als geldpolitische Folgerung lässt sich festhalten, dass Zielwerte für den Anstieg einzelner Vermögenspreise oder auch breiter Indizes keine sinnvolle Vorgabe sind. Bewegungen der Vermögenspreise sind aus dem Blickwinkel wirtschaftlicher Effizienz zu begrüßen, soweit sie die Neubewertung von fundamentalen Faktoren reflektieren; sie sollten nicht in das Korsett von Kurs- oder Indexzielen gezwängt werden. Problematisch sind dagegen Bewertungsniveaus, die losgelöst von den Erwartungen über die Entwicklung der Fundamentalfaktoren sind, insbesondere wenn sie über einen längeren Zeitraum perpetuiert und akkumuliert werden. Prinzipiell wäre es wünschenswert, derartigen „fundamental misalignments" oder „spekulativen Blasen" im Interesse der Stabilität des Güterpreisniveaus und der Bestandsfestigkeit des Finanzsystems gezielt entgegenzuwirken. Aus praktischer Sicht stellt sich daher die Frage, inwieweit die Geldpolitik über die Mittel verfügt, spekulativen Blasen vorzubeugen oder sie sogar gezielt „aufzustechen".

---

[16] Dieses Ergebnis beruht auf der Annahme, dass auch das jeweils herrschende Zinsniveau als dauerhaft angesehen wird. Ex post betrachtet mag dies leicht als unrealistisch abgetan werden, ex ante lässt sich jedoch kaum sagen, ob eine Zinsveränderung dauerhafter oder temporärer Natur ist.

[17] Vgl. Deutsche Bundesbank, 1996.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

II. Welchen Einfluss hat die Geldpolitik auf die Vermögenspreisentwicklung?

Ein systematischer Einfluss der Geldpolitik ist längerfristig auf die monetär bestimmten Determinanten der Vermögenspreise zu vermuten, das heißt auf die Inflationserwartungen und auf die Inflationsunsicherheit. In der Terminologie des Barwertmodells beeinflusst die Notenbank damit über die Inflationserwartungen die nominalen Ertragskomponenten und den nominalen Diskontierungszinssatz sowie über die Inflationsunsicherheit die Risikoprämie.

Dies impliziert eine unterschiedlich starke *längerfristige* Wirkung der Geldpolitik auf den Kurs von Schuldverschreibungen einerseits und auf Aktienkurse und Immobilienpreise andererseits. Die Erträge aus Aktien und Immobilien weisen zwar über die Produktpreis- oder Mietentwicklung normalerweise auch einen Bezug zum allgemeinen Preistrend auf. Im Idealfall entspricht aber der auf ein steigendes Preisniveau zurückzuführende Zuwachs bei Dividenden- oder Mieteinnahmen genau den für die Diskontierung veranschlagten Inflationserwartungen. In diesem Fall egalisieren sich die nominalen Komponenten auf der Ertrags- und der Diskontierungsseite des Barwertmodells; als Determinanten der Vermögenspreisentwicklung bleiben nur reale Faktoren. Gerade Aktienkurse, die eine besonders ausgeprägte Preisdynamik aufweisen können, vermag die Geldpolitik daher längerfristig kaum systematisch zu beeinflussen.[18] Demgegenüber sind die Ertragsströme bei Schuldverschreibungen in Form von Kuponzahlungen zumeist ex ante nominal fixiert. Die Geldpolitik übt daher über die Inflationserwartungen einen systematischen Einfluss auf die Kurse festverzinslicher Titel aus.

Insgesamt betrachtet kann die Notenbank längerfristig zur Stabilisierung der Vermögenspreise dadurch beitragen, dass sie den Marktakteuren eine möglichst sichere Grundlage für die Bewertung der nominalen Komponenten der Vermögenspreise gibt. Dies erreicht sie, indem sie größere Schwankungen der Inflationserwartungen vermeidet und die Inflationsunsicherheit gering hält. Angesichts der außerhalb des unmittelbaren Einflusses der Notenbank liegenden Faktoren ist dies allerdings nur ein begrenzter Beitrag zu einer Vermögenspreisentwicklung, die frei von Übertreibungen oder exzessiver Volatilität ist.

Eine anderes Bild des Einflusses der Zentralbank auf Vermögenspreise ergibt sich bei einem *kurzfristigen* Entscheidungshorizont der Marktakteure.

---

[18] Damit soll nicht der Eindruck vermittelt werden, die Geldpolitik habe keinerlei Einfluss auf reale Bestimmungsfaktoren der Aktienkurse. So wird zum Beispiel eine inflationäre Geldpolitik auf Dauer zu Wachstumseinbußen und letztlich auch zu verschlechterten Gewinnperspektiven für die Unternehmen führen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

In diesem Fall sind weniger Veränderungen der Inflationserwartungen preisbestimmend; sie sind über Wochen oder auch Monate zumindest in einem Umfeld moderater Preissteigerungsraten weitgehend konstant. In den Vordergrund treten vielmehr Variationen der Geldmarktsätze, die bei einem kurzfristigen Anlagehorizont als Diskontierungsraten relevant sind. Durch zinspolitische Maßnahmen kann die Notenbank die Opportunitätskosten für das Halten von Aktiva und die Kreditfinanzierung offener Positionen („Leverage") erhöhen und so im Prinzip einen Preisanstieg stoppen, der auf der bloßen Erwartung kurzfristig weiter steigender Kurse beruht.[19]

III. Sollte die Notenbank mit ihrer Zinspolitik auf Vermögenspreisbewegungen reagieren?

Die (systematischen) geldpolitischen Einflussmöglichkeiten stellen zugleich den Rahmen dar, innerhalb dessen die Notenbank Bewegungen der Vermögenspreise bei zinspolitischen Entscheidungen berücksichtigen sollte. Grundsätzlich sind zwei Fälle vorstellbar, in denen die Vermögenspreisentwicklung geldpolitischen Handlungsbedarf signalisiert: Erstens können aus einem Anstieg beziehungsweise Rückgang der Vermögenspreise Risiken für die Preisstabilität erwachsen. Zweitens kann die Vermögenspreisentwicklung „an sich" als unerwünscht betrachtet werden, beispielsweise weil von ihr Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors ausgehen oder die Fehlallokation von Ressourcen in großem Umfang befürchtet wird.

Im ersten Fall sprechen mehrere Argumente dafür, geldpolitisch zu handeln. So ist eine Reaktion der Notenbank auf Inflationsgefahren ziel- und strategiekonform und damit auch konzeptionell zu rechtfertigen.[20] Eine derartige geldpolitische Maßnahme zielt nicht auf die Vermögenspreise per se ab, sondern auf eine Verringerung des allgemeinen inflationären Drucks.[21] Es gibt in dieser Situation keinen Konflikt zwischen der Stabilisierung der Vermögenspreise und dem Ziel der Inflationsbekämpfung, Glaubwürdigkeitsverluste sind für die Notenbank nicht zu befürchten. Außerdem stellt sich das Diagnoseproblem in weniger scharfer Form, denn es kommt ledig-

[19] Angesichts des vergleichsweise großen kurzfristigen Einflusses der Notenbank auf die Vermögenspreisentwicklung könnte argumentiert werden, dass ein Vermögenspreisziel durch entsprechende häufige Variationen der Notenbankzinsen zu erreichen ist. Dies müsste jedoch mit destabilisierenden Wirkungen auf Güterpreise und Output erkauft werden (Capel/Houben, 1999).

[20] Eine entsprechende geldpolitische Entscheidungsregel leitet Smets, 1997 theoretisch ab.

[21] Reinhart, 1999 charakterisiert dies im Zusammenhang mit Aktienkursen treffend wie folgt: „... equity prices are important for what they imply for future spending and inflation, not for their own sake".

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lich auf die inflationären Wirkungen des Vermögenspreisanstiegs an, wobei seine Triebkräfte nicht im Einzelnen identifiziert werden müssen.

Im zweiten Fall – typischerweise in einer Phase stark steigender Kurse beziehungsweise Preise – stehen die geldpolitischen Entscheidungsträger vor der Frage, ob sie eine derartige Preisblase „aufstechen" sollen, um der (vermeintlichen) Fehlentwicklung Einhalt zu gebieten und womöglich einen späteren, um so stärkeren Preisverfall zu verhindern. Hier gibt es drei gewichtige Argumente, die gegen ein Eingreifen der Notenbank sprechen. Erstens kommt das Diagnoseproblem in ganzer Schwere zum Tragen. Anders als bei der Beurteilung der Auswirkungen eines Vermögenspreisanstiegs auf die Inflationsrate ist es für den Erfolg eines Eingreifens der Notenbank essenziell zu wissen, was hinter einem Vermögenspreisanstieg steht. Schon geringe Diagnosefehler genügen, um ein geldpolitisches Handeln destabilisierend wirken zu lassen.[22] Letztlich wäre das „Aufstechen" einer vermeintlichen Preisblase nur dann gerechtfertigt, wenn die Zentralbank mehr wüsste als der Markt.[23]

Zweitens können Zinsmaßnahmen, die auf die Vermögenspreise abzielen, im Widerspruch zu dem aus Sicht der Preisniveaustabilität gebotenen zinspolitischen Kurs stehen; es gibt also einen trade-off zwischen kurzfristiger und langfristiger Stabilisierung. Dieses Problem wird dadurch akzentuiert, dass Preisblasen an Vermögensmärkten häufig mit sinkenden Inflationsraten einhergehen, das heißt in einem Umfeld auftreten, in dem eine Straffung der Zinspolitik zur Bekämpfung spekulativer Übertreibungen an den Vermögensmärkten aus dem Blickwinkel der Preisniveaustabilität nicht ohne weiteres zu rechtfertigen ist.

Drittens kann das Eingreifen der Notenbank zu einem moral hazard-Problem führen.[24] Um die Finanzmarktakteure nicht zu „Wetten" gegen die Zentralbank zu verleiten, müsste die Notenbank symmetrisch auf Vermögenspreisbewegungen reagieren. Das heißt, sie müsste beispielsweise bei einem „Überschießen" der Vermögenspreise frühzeitig die Zinsen anheben und bei einem „Unterschießen" spiegelbildlich dazu relativ schnell die Zinsen senken. Nur dann wären die Gewinn- und Verlustrisiken aus Engagements an den Vermögensmärkten für die Marktakteure symmetrisch verteilt. In der Realität ist aber zu erwarten, dass die Notenbank tendenziell asymmetrisch reagieren wird. Ein solches Reaktionsmuster ist schon im typischen Verlauf einer Preisblase angelegt. Während des allmählichen Aufbaus der Blase werden die Diagnoseunsicherheiten die Notenbank von frühzeitigem „Gegensteuern" abhalten. Umgekehrt verlangt das „Platzen" einer

[22] Vgl. Cogley, 1999 und Bernanke/Gertler, 1999.
[23] Vgl. Gertler, 1998.
[24] Vgl. Issing, 1998.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Blase insbesondere aufgrund von Gefahren für die Stabilität des Finanzsektors rasche Reaktionen.

Zudem wirkt die öffentliche Meinung auf eine „Reaktionsasymmetrie" hin. In Phasen steigender Preise, die von den Vermögensbesitzern als Zeiten wachsenden Wohlstands wahrgenommen werden, dürfte es der Notenbank schwer fallen, Zinsmaßnahmen ausdrücklich mit der Absicht zu begründen, diese Entwicklung zu beenden oder gar umzukehren (was aus dem Blickwinkel eines Aktienbesitzers dem erklärten Ziel der Vermögensvernichtung gleichkäme); entsprechend vorsichtig werden zinspolitische Reaktionen ausfallen. Umgekehrt werden bei einem deutlichen Kursrückgang rasch Rufe nach der Hilfe der Notenbank – sprich niedrigeren Zinsen – laut werden. Wenn die Marktteilnehmer eine derartige asymmetrische Reaktion in ihr Kalkül einbeziehen, begünstigt dies die übermäßige Übernahme von Risiken im Vertrauen darauf, dass die Zentralbank zwar große Vermögenszuwächse zulassen wird, nicht aber ebensolche Verluste.

Um die „moralischen Risiken" möglichst gering zu halten, sollte die Notenbank im Hinblick auf die Preisentwicklung an den Vermögensmärkten eine Politik der „constructive ambiguity" verfolgen. Dies spricht dafür, geldpolitische Maßnahmen soweit vermeidbar nicht – und schon gar nicht durch ein Vermögenspreisziel gleichsam vorangekündigt – an die Entwicklung an den Vermögensmärkten zu knüpfen.

Angesichts der schwer wiegenden Probleme, die mit dem Versuch verbunden sind, eine spekulative Blase „aufzustechen", sollte der Schwerpunkt aus Sicht der Geldpolitik eindeutig auf der Prävention von Übersteigerungen an den Vermögensmärkten liegen. Erstes und aus Sicht der Geldpolitik wichtigstes Element ist dabei die klare Orientierung am Ziel der Preisniveaustabilität, die den Marktakteuren eine verlässliche Orientierung über die monetären Rahmenbedingungen gibt und die Preisbildung an den Vermögensmärkten erleichtert. Ein zweites Element ist die Stärkung der Bestandsfestigkeit des Finanzsektors; hier ist in erster Linie die Finanzmarktaufsicht gefordert. Als drittes Element ist ein „contingency plan"[25] vorstellbar, der die Rolle der Notenbank im Falle einer akuten Krise umreißt. Er sollte – im Sinne der „constructive ambiguity" – Maßnahmen umfassen, die geeignet sind, die systemischen Risiken im Finanzsektor einzudämmen, ohne ein bestimmtes Niveau der Vermögenspreise implizit zu garantieren.

[25] Vgl. Cogley, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

C. Vermögenspreise als geldpolitische Indikatoren

Auch wenn ein Vermögenspreisziel verneint wird, können Vermögenspreise bei der Konzeption einer auf Preisniveaustabilität gerichteten Geldpolitik eine wichtige Rolle spielen. Drei Ansatzpunkte sind hierfür denkbar: Erstens können Vermögenspreise als eigenständige Indikatoren für Inflationserwartungen genutzt werden. Zweitens kann der Einfluss von Vermögenspreisbewegungen auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität modelliert werden, um ein genaueres Bild inflationärer Risiken zu bekommen. Drittens können schließlich die Auswirkungen von Vermögenspreisschwankungen auf die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems betrachtet werden.

I. Vermögenspreise als Indikatoren für Inflationserwartungen

Vermögenspreise werden wesentlich durch Erwartungen über die für die Ertragsentwicklung maßgeblichen Fundamentalfaktoren bestimmt; sie sollten – sofern die Inflationserwartungen zu diesen Faktoren zählen – auch Informationen über die künftige Preisniveauentwicklung enthalten. Aufgrund der raschen Informationsverarbeitung sowie der einfachen und zeitnahen Verfügbarkeit bieten sich Preise von Vermögenswerten, die auf Finanzmärkten gehandelt werden, als Basis für die Konstruktion von Erwartungsindikatoren an.[26] Zur Messung von Inflationserwartungen kommen damit vor allem Kenngrößen in Frage, die aus den Kursen festverzinslicher Wertpapiere abgeleitet werden, während Immobilien- und Aktienkurse aufgrund ihres überwiegend „realen" Charakters weniger geeignet sind.

Empirische Untersuchungen bestätigen, dass insbesondere Zinsstrukturindikatoren – in der Regel Zinsdifferenzen zwischen Forderungen mit unterschiedlicher Laufzeit – Informationen über die künftige Preisentwicklung enthalten.[27] In Deutschland hat die Zinsstruktur eine besonders hohe Prognosegüte für die Inflationsdynamik mit einem Vorlauf von vier bis sechs Jahren.[28] Eine Erklärung dafür ist, dass zwar temporär wirkende makroökonomische Schocks nicht vorhergesehen werden konnten, aber die deutsche Geldpolitik in der Lage war, eine relativ verlässliche Orientierung für die längerfristigen, über den Konjunkturzyklus hinwegreichenden Inflationserwartungen zu geben.[29,30,31]

---

[26] Vgl. Deutsche Bundesbank, 1998.

[27] Neuerdings finden auch verstärkt die aus der Renditendifferenz von nicht-indexierten und indexierten Staatsanleihen ermittelten Inflationserwartungen als geldpolitische Indikatoren Beachtung; vgl. Europäische Zentralbank, 1999.

[28] Vgl. Schich, 1996.

[29] Vgl. Domanski/Kremer, 1999a.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Allerdings kommt die Steigung der Zinsstruktur trotz dieser Vorlaufeigenschaften kaum als Orientierungsgröße für die Zinspolitik in Frage. Die Steigung der Zinsstruktur zeigt für Deutschland zwar einen robusten, aber sehr langen Vorlauf vor Inflationsveränderungen, so dass sie als Richtschnur für die laufende Geldpolitik, die einen Zeithorizont von etwa zwei Jahren hat, nicht nutzbar ist. Ebenso schwer wie dieses empirische Problem wiegt die Gefahr, bei der Orientierung an Vermögenspreisen zirkuläre Beziehungen zu schaffen. Diese sind darauf zurückzuführen, dass der die Vermögenspreise bestimmende Erwartungsbildungsprozess seinerseits vom geldpolitischen Regime abhängig ist. Eine Ausrichtung der Geldpolitik an Vermögenspreisen würde bedeuten, dass die Zentralbank ihre Politik auf den Erwartungen des privaten Sektors aufbaut, in die ihrerseits Annahmen über das künftige Verhalten der Notenbank eingehen. Im Ergebnis können sich die Inflationserwartungen nicht mehr an einem externen, außerhalb des Erwartungsbildungsprozesses liegenden Anker orientieren, wie etwa der Geldmengenentwicklung.[32] Aus Vermögenspreisen gewonnene Indikatoren für Inflationserwartungen sind daher in erster Linie „nur" als „Glaubwürdigkeitsindikatoren" nützlich, die – unabhängig von der konkreten Strategie – Hinweise darauf geben, ob es der Notenbank gelingt, die Inflationserwartungen niedrig zu halten.[33]

II. Vermögenspreise als Indikatoren für inflationäre Spannungen

In Vermögenspreise gehen nicht nur Erwartungen über die künftige Preisniveauentwicklung ein, sondern sie beeinflussen ihrerseits auch die aggregierte Nachfrage und können insoweit selbst Ursache inflationärer Spannun-

---

[30] Allerdings enthält in Deutschland auch die Dividendenrendite als Bewertungskennziffer am Aktienmarkt Informationen über die künftige Inflationsentwicklung. Dies kann zum einen damit zusammenhängen, dass Dividendenzahlungen diskretionär erfolgen und daher nur verzögert zwischenzeitliche Preissteigerungen kompensieren können; die Aktienkurse könnten dann trotz des idealerweise realen Charakters eine Inflationsprämie und damit auch Inflationserwartungen enthalten (Domanski/Kremer, 1999b). Ein weiterer Erklärungsansatz stellt darauf ab, dass die progressive Besteuerung von Aktienerträgen nicht inflationsneutral ist (Chami/Cosimano/Fullenkamp, 1999).

[31] Angesichts ihres realen Charakters kann es nicht überraschen, dass Aktienkurse und Immobilienpreise in vielen Ländern relativ gute Prognoseeigenschaften im Hinblick auf reales Wachstum und Auslastungsgrad besitzen; vgl. Choi/Hauser/Kopecky, 1999.

[32] Vgl. Woodford, 1994.

[33] Intuitiv kann gegen die Zinsstruktur als geldpolitische Orientierungsgröße ins Feld geführt werden, dass ein und dieselbe Steigung bei ganz unterschiedlichen Zinsniveaus auftreten kann und damit letztlich auch keinen eindeutigen Bezug zum Preisniveau aufweist.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gen sein. Grundsätzlich können dabei zwei Wirkungskanäle von Vermögenspreisänderungen unterschieden werden, nämlich ein „materieller", über Vermögensniveau- und Bilanzeffekte wirkender Kanal, und ein „immaterieller", über die Signaleffekte von Preisbewegungen an den Vermögensmärkten ablaufender Mechanismus. Zum materiellen Wirkungskanal rechnen insbesondere die traditionellen Vermögens- und Kapitalkosteneffekte, die Konsum- beziehungsweise Investitionsverhalten beeinflussen. Demnach erhöht ein (als dauerhaft erachteter) Vermögenswertzuwachs aufgrund steigender Preise das permanente Haushaltseinkommen und erlaubt eine Ausweitung der Konsumausgaben.[34] Der finanzielle Dispositionsspielraum der Haushalte kann darüber hinaus auch deswegen wachsen, weil ein größerer Vermögensbestand zur Besicherung von Krediten zur Verfügung steht. Spiegelbildlich dazu regt ein Vermögenspreisanstieg die Investitionstätigkeit an, weil zum einen die Kapitalbeschaffungskosten sinken (etwa mit steigenden Aktienkursen) und zum anderen ein wachsender Marktwert (Nettovermögen) der Unternehmen die Kreditaufnahme erleichtert.[35]

Inwieweit die Modellierung derartiger Vermögenseffekte zur Beurteilung der Inflationsperspektiven erforderlich ist beziehungsweise zu einer Verbesserung der Prognosequalität führt, ist eine empirische Frage. Einen ersten Hinweis auf die Relevanz unterschiedlicher Vermögenspreise gibt ihre Relation zum verfügbaren Einkommen. Hier zeigen sich im internationalen Vergleich große Unterschiede; insbesondere gilt dies für das Aktienvermögen.[36]

Vor dem Hintergrund der stark divergierenden Bedeutung des Aktienbesitzes überrascht es nicht, dass empirische Studien einen unterschiedlichen Einfluss von Aktienkursbewegungen auf das Konsumverhalten zeigen.[37] So liegt die marginale Konsumneigung aus Aktienvermögen nach Schätzungen des OECD-Stabes zwischen 0,045 für die Vereinigten Staaten und lediglich 0,008 beziehungsweise 0,007 für Deutschland und Frankreich.[38] Auf Grundlage dieser Schätzungen hätte ein zehnprozentiger Rückgang der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten eine Verringerung des privaten Konsums um 0,75 % zur Folge, während der Effekt auf die Konsumnachfrage in Deutschland und Frankreich vernachlässigbar gering wäre.

Den größten Teil des Haushaltsvermögens stellt in den größten Industrieländern durchweg das Sachvermögen[39], das weitestgehend aus Immobilien-

---

[34] Vgl. Ando/Modigliani, 1963.
[35] Vgl. Andersen/Subbaraman, 1996.
[36] Vgl. Tabelle 3.
[37] Eine Literaturübersicht hierzu findet sich in Boone/Giorno/Richardson, 1998.
[38] Vgl. Boone/Giorno/Richardson, 1998.
[39] Vgl. Tabelle 4.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 3

Aktienanteil am Vermögen der privaten Haushalte

Land	Aktienbesitz in % des Netto-Geldvermögens		Aktienbesitz in % des verfügbaren Einkommens	
	1990	1997	1990	1997
USA	12,1	20,7	44,3	100,1
– einschl. über Fonds gehaltener Aktien	17,0	33,6	62,1	162,3
Deutschland	6,1	9,0	11,6	18,8
Frankreich	22,2	13,4	11,7	15,3
Japan	26,1	16,1[1]	58,1	36,2[1]

[1] 1994. – *Quelle:* OECD

Tabelle 4

Sachvermögen und Verschuldung der privaten Haushalte*

Land	Sachvermögen[1]		Verschuldung (in % d. verfügbaren Einkommens)	
	in % des. verfügbaren Einkommens	in % des Gesamt-vermögens	insgesamt	darunter: Immobilienkredite
USA	217	31	171	69
Deutschland	310	58	79	62
Frankreich	255	48	116	46
Japan	411	54	162	54

* Per Ende 1997, Japan per Ende 1996 – [1] Immobilien und langlebige Konsumgüter. – *Quelle:* OECD, Deutsche Bundesbank.

besitz besteht. Zwischen Aktien- und Immobilienvermögen gibt es grundlegende ökonomische Unterschiede. Aktien werden von Privathaushalten in der Regel gehalten, um sie bei Bedarf – größeren Anschaffungen oder im Alter – zu veräußern. Ein nachhaltiger Wertzuwachs bei Aktien ist somit gleich bedeutend mit einem Anstieg der künftig für Konsumzwecke verfügbaren Mittel, was zu einer Ausweitung der Konsumausgaben in der Gegenwart führen sollte. Immobilien werden dagegen – zumindest in Deutschland – meistens als einmalige, lebenslange Investition betrachtet und behandelt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Sie stiften Nutzen in der Regel durch Selbstnutzung, kaum aber durch Wiederverkauf. Steigende Immobilienpreise erhöhen unter diesen Bedingungen zwar rein rechnerisch das Vermögen, nicht aber den künftigen finanziellen Dispositionsspielraum. Von Wertveränderungen sind in diesem Fall keine Auswirkungen auf Spar- beziehungsweise Konsumentscheidungen zu erwarten.

Die Bedeutung von Immobilienpreisen im Transmissionsprozess hängt also wesentlich von den Motiven der Eigentümer ab. In den Vereinigten Staaten, wo angesichts einer hohen Mobilität der Bevölkerung Häuser als handelbare assets gesehen werden, ist eine größere Bedeutung des „Immobilienkanals" zu vermuten als in Deutschland. Zwei Entwicklungen könnten dies in Zukunft auch in Deutschland ändern, nämlich erstens eine wachsende Mobilität zumindest eines Teils der Bevölkerung und zweitens die wachsende Vererbung von Immobilienbesitz.

Mit Blick auf ihre Einbindung in unterschiedliche geldpolitische Strategien ist die explizite Berücksichtigung der Nachfrageeffekte von Vermögenspreisänderungen konzeptionell dort angelegt, wo ein breites Indikatorenset zur Inflationsprognose beziehungsweise zur Beurteilung der Preisperspektiven herangezogen wird. Dies gilt für die direkte Inflationssteuerung („inflation targeting"), aber auch für die zweite Säule der Strategie des Eurosystems. Eine Möglichkeit, Vermögenspreise in diese Strategien zu integrieren, besteht in der Einbeziehung in die zur Inflationsprognose verwendeten ökonometrischen Modelle. Gerade in Europa mag dies insofern schwierig und wenig ergiebig sein, als der Aktienbesitz in einigen Ländern erst seit wenigen Jahren einen kräftigen Aufschwung erfährt. Angesichts des Umbruchs in den Finanzierungs- und Anlagegewohnheiten in Europa erscheint es jedoch wichtig, die Entwicklungen an diesen Märkten fortlaufend zu beobachten.[40]

Bei einer geldmengenorientierten Strategie fungiert ein monetäres Aggregat, das die für Güterkäufe relevante Geldkomponenten umfasst, als Indikator für die künftige Preisniveauentwicklung. Als monetäres Zwischenziel wird das angestrebte Geldmengenwachstum so festgelegt, dass es im Einklang mit dem Wachstum der Produktionsmöglichkeiten der Wirtschaft steht. Das Vermögen ist im Rahmen einer solchen Strategie normalerweise kein eigenständiger Faktor, kann aber von mittelbarer Bedeutung sein. Soweit zur Geldmenge zählende Komponenten als Vermögen gehalten werden und zur Abwicklung von Vermögenstransaktionen dienen, steigt sowohl das Geldmengenwachstum als auch die Volatilität der monetären Aggregate. Sie

[40] Veränderungen in der Struktur des Aktienbesitzes können erhebliche Verhaltensänderungen hervorrufen; ihre Handhabung verlangt „to develop better data, and possibly better models" (Poterba/Samwick, 1995).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

erhöht sich, weil Veränderungen der relativen Preise unterschiedlicher Vermögensgüter zu Umschichtungen aus beziehungsweise in Geldmengenkomponenten führen.[41]

Diesem Phänomen könnte prinzipiell durch die Berücksichtigung des Vermögens bei der Geldnachfrage und – komplementär dazu – bei der normativen Vorgabe für das Geldmengenwachstum Rechnung getragen werden. Dazu müsste die Notenbank allerdings eine Vorstellung darüber bilden, wie ein zielkonformes Vermögenswachstum auszusehen hätte. In diesem Fall sähe sich die Zentralbank mit dem bereits angesprochenen Problem konfrontiert, ein Vermögenspreisziel (wenn auch als Teil des allgemeinen Geldmengenziels) definieren zu müssen. Darüber hinaus könnte die Zusammenführung güter- und vermögensbedingter Geldnachfrage in einem Zielwert stabilitätsgefährdende, gegenläufige Entwicklungen beider Geldnachfragekomponenten verschleiern. Gerade im Hinblick auf die frühzeitige Erkennung spekulativer Übertreibungen an den Vermögensmärkten, die erfahrungsgemäß mit einer raschen Kredit- und Geldmengenexpansion einhergehen[42], erscheint es vorteilhaft, im Rahmen einer Geldmengenstrategie die gütermarktbedingte Geldmengenausweitung klar in den Vordergrund zu stellen.[43]

III. Vermögenspreise und Stabilität des Finanzsektors

Große Bewegungen der Aktien- und Immobilienpreise haben über Marktpreis- und Kreditrisiken wesentlichen Einfluss auf die Bilanzen und die Erfolgsrechnung der Finanzintermediäre. Unmittelbar betroffen sind Banken und andere Intermediäre von der Neubewertung von Aktiva durch stark steigende beziehungsweise fallende Vermögenspreise. Ein weiterer, eher indirekter Wirkungsmechanismus sind – spiegelbildlich zu den genannten Vermögenseffekten bei Haushalten und Unternehmen – Veränderungen in deren Nettovermögen. Wird die Solvenz von Unternehmen und Haushalten durch Änderungen des Vermögenswertes berührt, so hat dies Rückwirkungen auf den Anteil uneinbringlicher Kredite. Verstärkt werden diese Effekte im Fall sinkender Vermögenspreise durch den Wertverlust von Sicherheiten, die zur Deckung von Kreditausfällen herangezogen werden könnten. Im Ergebnis können solche Verschlechterungen der Bilanzrelationen zu einer ein-

[41] Vgl. Hesse/Braasch, 1999.

[42] Vgl. Borio/Kennedy/Prowse, 1994 und Baks/Kramer, 1999.

[43] Dies bedeutet nicht, dass der Einfluss des Vermögens unberücksichtigt bliebe. Der durch ein trendmäßig überproportionales Vermögenswachstum bedingte Anstieg der Geldnachfrage kann im Rahmen der Geldmengensteuerung durch die Annahme eines trendmäßigen Rückgangs der Umlaufsgeschwindigkeit berücksichtigt werden, wie es die Bundesbank getan hat.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 5

Aktienbesitz im Finanzsektor (1997)

Land	Banken		Pensionsfonds		Versicherungen[2]		Investmentfonds	
	in % d. Aktiva	in % d. BIP	in % d. Aktiva	in % d. BIP	in % d. Aktiva	in % d. BIP	in % d. Aktiva	in % d. BIP
USA	0,6	1,0	62,0	43,5	23,8	10,1	49,9	26,0
Deutschland	3,9	8,0	51,8[1]	1,6[1]	27,8	1,6	35,4	8,3
Frankreich	6,8	13,6	–	–	30,9	16,7	27,7	10,8
Japan	5,3	9,2	–	–	15,6	7,1	13,0	1,1

[1] Pensionskassen u.ä. Vehikel; gesamter Wertpapierbesitz. [2] – Lebens- und übrige Versicherungen.
Quelle: Nationale Finanzierungsrechnungen der einzelnen Länder, Bank of England.

geschränkten Kreditvergabe der Banken und im Extremfall sogar zu einem „credit crunch" führen.

Auch die Frage nach den Wirkungen, die von Vermögenspreisbewegungen auf die Stabilität des Finanzsystems ausgehen, kann nur empirisch beantwortet werden. Mit Blick auf die Bilanzstrukturen der Banken dürften Kreditrisiken von großer Bedeutung sein, die bei einem Vermögenspreisverfall durch die Zahlungsunfähigkeit von Kreditnehmern und den Wertverlust von Sicherheiten virulent werden können. Ihr tatsächliches Ausmaß hängt allerdings nicht nur vom Kreditvolumen, sondern etwa auch von der Kreditvergabepraxis der Banken – wie Beleihungsgrenzen oder den bei der Bonitätsprüfung angelegten Maßstäben – ab. Die mit dem Direktbesitz an Aktien verbundenen Marktpreisrisiken dürften geringer sein als etwa Zinsänderungsrisiken aus dem traditionellen Bankgeschäft, aber auch als die Marktpreisrisiken aus dem Anleihe- und Derivateportefeuille.[44] Auch die Anfälligkeit der Banken für Kursrückgänge an den Aktienmärkten ist nicht nur vom Umfang des Aktienportefeuilles, sondern von institutionellen Faktoren wie den Bilanzierungsvorschriften abhängig.

Die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems ist eine Voraussetzung für die reibungslose Transmission geldpolitischer Impulse und damit für den stabilitätspolitischen Erfolg der Notenbank. Unabhängig von der konkreten geldpolitischen Strategie ist es daher für die Zentralbank wichtig, Schwachstellen im Finanzsektor zu erkennen und die Risiken für die Stabilität des Fi-

[44] Vgl. Tabelle 5.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nanzsystems einschätzen zu können. Hinzu kommt, dass der Notenbank bei einer systemgefährdenden Krise eine aktive Rolle zukommt, entweder als moderierende Instanz oder aber durch die Bereitstellung von Liquidität.

Die Beurteilung der Stabilität des Finanzsektors erfordert die Verknüpfung unterschiedlicher analytischer Blickwinkel. Dabei muss die Analyse nicht nur „vertikal" auf der Mikro- und der Makro-Ebene miteinander verzahnt werden, sondern auch „horizontal", das heißt zwischen den unterschiedlichen mit der Beaufsichtigung des Finanzsystems betrauten Institutionen. Ein Grund dafür ist zum Beispiel, dass mit der fortschreitenden Verbriefung von Finanzierungsbeziehungen Marktpreis- und Kreditrisiken zusammenhängen. Eine isolierte Betrachtung von Märkten einerseits und Banken andererseits läuft Gefahr, derartige Interdependenzen zu vernachlässigen. Um die systemische Dimension derartiger Risiken beurteilen zu können, bedarf es eines makroökonomischen Rüstzeugs, über das eine Notenbank verfügt.

D. Einige Schlussbemerkungen aus europäischer Sicht

Die Entwicklung der Vermögenspreise ist geldpolitisch von großer Bedeutung. Von ihr können inflationäre oder auch deflationäre Impulse ausgehen, die die Erreichung von Preisstabilität und damit das originäre Ziel der Notenbank gefährden. Darüber hinaus können Fehlbewertungen an den Vermögensmärkten die Stabilität des Finanzsektors in Frage stellen und auf diese Weise einer effizienten Geldpolitik den Boden entziehen. Die Möglichkeiten einer Zentralbank, die Preisentwicklung an den Vermögensmärkten gezielt zu beeinflussen, sind allerdings begrenzt. Vermögenspreise kommen schon deswegen als geldpolitische Zielgrößen nicht in Frage. Allerdings sind sie für eine auf Preisniveaustabilisierung gerichtete Politik als Indikatoren von großer Bedeutung. Diese Erkenntnisse haben sich auch in der geldpolitischen Konzeption des Eurosystems niedergeschlagen.

Erstens ist das Eurosystem eindeutig auf das Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet. Die klare Orientierung der Geldpolitik an diesem Ziel ist der beste Beitrag, den die Notenbank leisten kann, um Übersteigerungen an den Vermögensmärkten vorzubeugen. Zweitens verfügt das Eurosystem über eine Strategie, die besonders gut geeignet ist, um in der Vermögenspreisentwicklung angelegte Stabilitätsrisiken frühzeitig zu erkennen. Die erste Säule der Strategie weist der Geldmenge eine prominente Rolle zu. Dies sorgt dafür, dass einer nicht-zielkonformen Ausweitung der Liquiditätsbestände frühzeitig entgegengewirkt wird. Die Begrenzung der monetären Expansionsspielräume ist erfahrungsgemäß eine notwendige, wenn auch nicht hinreichende Bedingung, um spekulativen Blasen ihren Nährboden zu entziehen. Die zweite strategische Säule – die Einschätzung der Inflationsper-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

spektiven anhand eines breiten Spektrums von Indikatoren – bietet Raum, um mögliche inflationäre Effekte von Vermögenspreisänderungen zu analysieren und in die geldpolitische Entscheidungsfindung mit einfließen zu lassen. Dieses Strategiekonzept ist zugleich hinreichend flexibel, um strukturellen Veränderungen im Euro-Währungsgebiet Rechnung tragen zu können. Drittens begründet der EZB-Rat seine zinspolitischen Entscheidungen ausführlich im Rahmen der beiden Säulen der geldpolitischen Strategie. Diese weitgehende Transparenz vermindert die Gefahr, Vermögenspreisbewegungen in der Zinspolitik ein unangemessen großes Gewicht beizumessen.

Literaturverzeichnis

Andersen, M./*Subbaraman*, R., Share Prices and Investment, Reserve Bank of Australia, Research Discussion Paper 9610, 1996.

Ando, A./*Modigliani*, F., The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, American Economic Review 53, 1963, S. 55–84.

Baks, K./*Kramer*, C., Global Liquidity and Asset Prices: Measurement, Implications and Spillovers, IMF Working Paper, Washington 1999.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 63. Jahresbericht, Basel 1993.

Bernanke, B./*Gertler*, M., Monetary Policy and Asset Price Volatility, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, 4, 1999, S. 17–51.

Boone, L./*Giorno*, C./*Richardson*, P., Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence, OECD Economics Department Working Papers No. 208, Paris 1998.

Borio, C. E. V./*Kennedy*, N./*Prowse*, S. D., Exploring Aggregate Asset Price Fluctuations Across Countries. Measurement, Determinants and Monetary Policy Implications, BIS Economic Papers No. 40, Basel 1994.

Campbell, J. Y./*Lo*, A. W./*MacKinlay*, A. C., The Econometrics of Financial Markets, Princeton 1997.

Capel, J./*Houben*, A., Asset Inflation in the Netherlands: Assessment, Economic Risks and Monetary Policy Implications, in: The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy, BIS Conference Papers Vol. 5, 1999, S. 280–300.

Chami, R./*Cosimao*, Th. F./*Fullenkamp*, C., The Stock Market Channel of Monetary Policy, IMF Working Paper, Washington 1999.

Choi, J. J./*Hauser*, S./*Kopecky*, K. J., Does the Stock Market Predict Real Activity? Time Series Evidence From the G 7 Countries, Journal of Banking and Finance, 23, 1999, S. 589–612.

Cogley, T., Should the Fed Take Deliberate Steps to Deflate Asset Price Bubbles?, Economic Review, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1, 1999, S. 42–52.

Cuthbertson, K., Quantitative Financial Economics, Chichester 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Deutsche Bundesbank, Finanzmarktvolatilität und ihre Auswirkungen auf die Geldpolitik, Monatsbericht April, Frankfurt 1996, S. 53–70.

– Finanzmarktpreise als geldpolitische Indikatoren, Monatsbericht Juli, Frankfurt 1998, S. 51–69.

Domanski, D./*Kremer*, M., What Do Asset Price Movements in Germany Tell Monetary Policy Makers?, in: The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy, BIS Conference Papers Vol. 5, 1999a, S. 24–44.

– What is Behind Equity Price Movements in Germany?, in: Transmissionsmechanismen der Geldpolitik, in: Schriften des Vereins für Socialpolitik, Band 264 N.F., Berlin 1999b, S. 111–141.

Eichengreen, B., Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939, Oxford 1992.

Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Februar 1999, S. 16–17.

Gertler, M., Untitled Statement, in: Asset Prices and Monetary Policy, Four Views, Centre for Economic Policy Research (Hrsg.), London 1998, S. 1–9.

Goodhart, C. A. E., Price Stability and Financial Fragility, in: Financial Stability in a Changing Environment, London 1995.

Hamilton, J. D./*Whiteman*,: The Observable Implications of Self-Fulfilling Expectations, Journal of Monetary Economics, 16, 1985, S. 353–373.

Hesse, H./*Braasch*, B., „Asset Inflation" aus geld- und währungspolitischer Sicht, in: Nübler, I., Trabold, H. (Hrsg.): Herausforderungen an die Wirtschaftspolitik an der Schwelle zum 21. Jahrhundert, Festschrift für Lutz Hoffmann zum 65. Geburtstag, 1999, S. 215–237.

Hoffmaister, A. W./*Schinasi*, G. J., Asset Prices, Financial Liberalization and the Process of Inflation in Japan, IMF Working Paper, Washington 1994.

International Monetary Fund, World Economic Outlook, October 1992, Washington.

– World Economic Outlook, October 1999, Washington.

Issing, O., Untitled Statement, in: Asset Prices and Monetary Policy, Four Views, Centre for Economic Policy Research (Hrsg.), London 1998, S. 20–22.

King, R. G./*Watson*, M. W., Testing Long-Run Neutrality, in: Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, Vol. 83/3, 1997, S. 69–101.

McCandless, G. T./*Weber*, W. E., Some Monetary Facts, Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Vol. 19 (Summer 1995), S. 2–11.

Miller, G. P., The Role of a Central Bank in a Bubble Economy, Cardozo Law Review, Vol. 18, December 1996, S. 1053–1081.

Poterba. J. M./*Samwick*, A. A., Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption, Brookings Papers on Economic Activity, 2, 1995, S. 295–372.

Reinhart, V. R., Equity Prices and Monetary Policy in the United States, in: The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy, BIS Conference Papers Vol. 5, 1999, S. 280–300.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Schich, S., Alternative Spezifikationen der deutschen Zinsstrukturkurve und ihr Informationsgehalt hinsichtlich der Inflation, Diskussionspapier 8/96, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Frankfurt 1996.

Smets, F., Financial Asset Prices and Monetary Policy: Theory and Evidence, BIS Working Papers No. 47, Basel 1997.

Wadhwani, S. B., The US Stock Market and the Global Economic Crisis, National Institute Economic Review, Januar 1999, S. 86–104.

Woodford, M., Nonstandard Indicators for Monetary Policy: Can Their Usefulness Be Judged from Forecasting Regressions?, in: Mankiw, N. G. (Hrsg.): Monetary Policy, Chicago 1994, S. 95–116.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Zu den Risiken einer Nullinflation als geldpolitisches Ziel

Von Hans-Jürgen Krupp und Karen Cabos

A. Das geldpolitische Ziel der EZB

Mit dem Beginn der Währungsunion haben sich die Rahmenbedingungen der Geldpolitik in Europa verändert. Die EZB betreibt eine einheitliche Geldpolitik für die Staaten der Währungsunion. Den wirtschaftspolitischen Implikationen dieses Schritts ist breite Aufmerksamkeit gewidmet worden. Neben den in nationaler Verantwortung verbleibenden Bereichen der Lohn- und Finanzpolitik steht vor allem die geldpolitische Strategie der EZB immer wieder im Mittelpunkt der Diskussion.

Im Vergleich dazu ist die quantitative Festlegung des eigentlichen Ziels der Geldpolitik, der langfristig angestrebten Inflationsrate in der Währungsunion, eher unbeachtet erfolgt. Die EZB hat sich auf einen Anstieg der Inflationsrate bis unter 2% festgelegt, gemessen als durchschnittlicher jährlicher Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindexes in der Währungsunion. Da von positiven Inflationsraten ausgegangen wird, entspricht die Zielfestlegung einem Korridor von null bis 2%.

Im internationalen Vergleich ist dies ein ehrgeiziges Ziel. Unter den unabhängigen Notenbanken der Industriestaaten überwiegt die Zahl derer, die – auch nach Bereinigung um den Messfehler – Inflationsziele oberhalb von Null anstreben, der Wertebereich für das Inflationsziel enthält die Rate Null nicht. So quantifiziert die Bank of England ihr Ziel mit einer gemessenen Inflationsrate von 2 ¼%. Die USA geben kein explizites Inflationsziel an, bezeichnen aber Inflationsraten auch knapp oberhalb von 3% als Preisstabilität.

Diese Ziel-Festlegung der EZB ist aber keineswegs selbstverständlich. Mit ihr verbunden sind quantitative wie qualitative Probleme. Es gibt eine Anzahl von Gründen, die dafür sprechen, diese Zielvorgabe für riskant zu halten. Konkret wäre ein Zielkorridor, der eine Nullinflation ausschließt, also beispielsweise von 1–3% der Zielvorgabe der EZB vorzuziehen. Hält man dies für zu wenig ehrgeizig, wäre auch eine Zielvorgabe von 1–2% zu diskutieren.

Bei einer derartigen alternativen Zielfestsetzung handelt es sich zunächst um eine Diskussion im akademischen Raum. Zuerst muss die EZB sich

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

darum bemühen, Glaubwürdigkeit aufzubauen. Eine neue Zielfestlegung wäre in diesem Prozess nicht hilfreich. Und es macht auch im Nachhinein keinen Sinn, die EZB für die getroffene Entscheidung zu kritisieren. Dennoch ist es sinnvoll, die Argumente abzuwägen, die bei einer neuen Zielfestsetzung zu berücksichtigen wären.

Für eine Untergrenze des Zielkorridors von mindestens 1% spricht eine Anzahl von Gründen, die im Folgenden diskutiert werden sollen. Neben diesen quantitativen Überlegungen gibt es aber auch qualitative Fragen, zum Beispiel die, welche Güter im Preisindex zu berücksichtigen sind. Konkret geht es dabei um die Frage, welche Rolle Kerninflationsraten bei der Zielformulierung oder als Inflationsindikator spielen sollten.[1]

B. Das Deflationsrisiko bei einer Null-Inflation

Seit der Weltwirtschaftskrise weiß man, dass auch von einer Deflation erhebliche Gefahren für die wirtschaftliche Entwicklung ausgehen können. Dennoch haben die Phasen hoher Inflationsraten seit dem zweiten Weltkrieg dazu geführt, dass spätestens seit den siebziger Jahren allein die Probleme hoher Inflationsraten die wissenschaftliche Diskussion beherrschten. Die Überlegungen endeten gewissermaßen an der Nulllinie.

Der weltweite deutliche Rückgang der Inflationsraten in den achtziger und neunziger Jahren und die andauernden Deflationsprobleme der japanischen Wirtschaft werfen die Frage auf, was eine Inflationsrate von Null Prozent, die ja durchaus in den Zielbereich der EZB fällt, für die Wirtschaftsentwicklung in einem Land bedeutet. Einige Autoren wie Svensson, Taylor und Krugman weisen in diesem Zusammenhang vor allem auf die Gefahren einer Liquiditätsfalle hin, die mit dem Erreichen der Nulllinie steigen.[2] Eine Liquiditätsfalle ist bei Keynes ursprünglich definiert als eine Situation, in der eine expansive Geldpolitik, genau genommen eine Erhöhung der Geldmenge, wirkungslos ist, weil beim herrschenden Zinsniveau Geld und Wertpapiere in den Händen der Wirtschaftssubjekte vollständige Substitute sind. Eine Erhöhung der Geldmenge verpufft, weil sie nicht – wie üblicherweise unterstellt – zu einer Erhöhung der Nachfrage nach Wertpapieren und dadurch zu einer Zinssenkung führt. Diese traditionelle Definition der Liquiditätsfalle basiert auf Vorstellungen von der Geldmarktsteuerung, die den heutigen Gegebenheiten nicht entspricht, da die großen Zentralbanken sich bei der operativen Geldmarktsteuerung einer Zins- und

[1] Auch die Rolle von Asset-Preisen könnte hier von Bedeutung sein. Sie wird in dem Beitrag von Remsperger/Domanski (in diesem Band) diskutiert und findet deshalb hier keine Berücksichtigung.

[2] Vgl. Krugman, 1998; Svensson, 1999 und 2000; Taylor, 2000.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nicht einer Mengensteuerung bedienen. Wie kann man sich also unter den herrschenden Bedingungen das Entstehen einer Liquiditätsfalle vorstellen?

Bei einer Inflationsrate von Null ist die Untergrenze für das technisch erreichbare Realzinsniveau in der Volkswirtschaft auch Null. Empirisch spricht die Erfahrung vieler Länder, in denen es Phasen negativer Realzinsen gegeben hat (Abbildung 1) dafür, dass eine technische Untergrenze von Null das Wiedererreichen des Potenzialwachstums nach einer konjunkturellen Abschwächung verhindern könnte. Einige Autoren bestreiten die Validität dieser Beobachtung mit dem Hinweis, dass die ex post beobachteten Realzinsen nicht entscheidungsrelevant seien. Von Bedeutung seien hier vielmehr Inflationserwartungen, die aber nicht genau quantifizierbar sind. Wenn man allerdings als erste Näherung an Inflationserwartungen die Realzinsen als das um die Inflationsrate des Vorquartals bereinigte Nominalzinsniveau errechnet, verändert sich das Bild nicht wesentlich (Abbildung 2). Und es sind auch theoretische Gründe denkbar, die zum Entstehen einer Liquiditätsfalle beitragen können. Für die europäische Volkswirtschaft dürfte dabei das von Krugmann vorgetragene Argument einer hohen Risikoprämie im Nominalzins von Bedeutung sein.[3] Wenn sich bei herrschender Nullinflation das aus konjunktureller Sicht erforderliche Realzinsniveau nicht einstellen kann, gehen von der Geldpolitik kontraktive Impulse aus und es entstehen Deflationserwartungen bzw. eine Deflation. Das reale Zinsniveau steigt dadurch und die konjunkturelle Situation verschlechtert sich weiter. Der Zinspolitik wären in diesem Prozess die Hände gebunden.

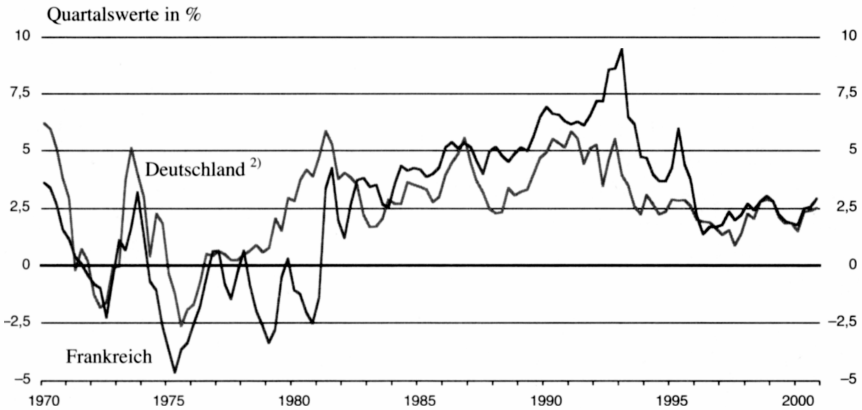
Dies wirft die grundsätzliche Frage auf, ob es diese Möglichkeit negativer Realzinsen auch in Zukunft geben sollte, oder ob man sie durch das Anstreben einer Inflationsrate von Null von vornherein ausschließen soll. In einer vom IWF veröffentlichten Simulationsstudie für die USA kommen Orphanides/Wieland[4] zu dem Ergebnis, dass der durchschnittliche Nominalzins in den USA 3% betragen müsste, um in Abschwungsphasen nicht an die Grenze von Null zu stoßen.

Für die Einschätzung, wie schwerwiegend das Entstehen einer Liquiditätsfalle wäre, muss die Frage gestellt werden, ob es geld- und währungspolitische Möglichkeiten außer der Zinspolitik gibt, sich daraus zu befreien. Hier wird zuweilen die Auffassung vertreten, dass eine direkte Geldmengenerhöhung durch Outright-Geschäfte der Notenbank immer Realkasseneffekte entfaltet. Demnach würde eine Expansion der Geldmenge die private Nachfrage anregen. Auch bei vollständiger Substituierbarkeit von Geld und

[3] Vgl. Krugmann, 1998, S. 150. Das für die Entwicklung in Japan plausible Argument des demographischen Wandels dürfte demgegenüber für Europa eher von untergeordneter Bedeutung sein.

[4] Vgl. Orphanides/Wieland, 1998.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

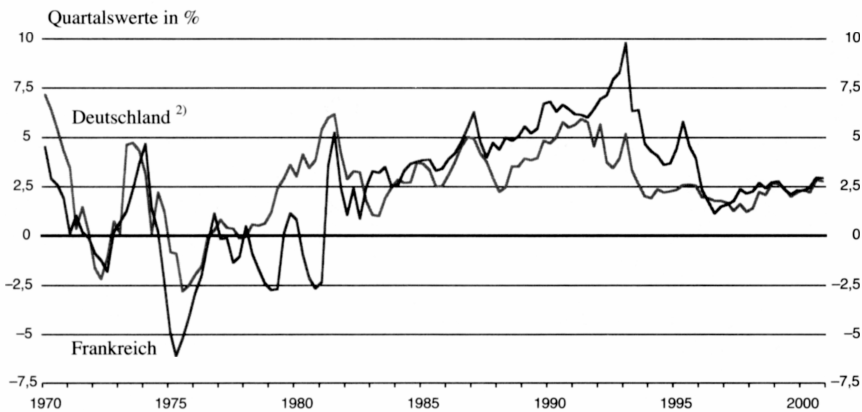


[1] Realzinsen: Nationales Tagesgeld (ab 1999 EONIA) abzüglich der nationalen Inflationsrate. LZB HMS

[2] Bis I. Quartal 1992 nur Westdeutschland, ab II. Quartal 1992 Gesamtdeutschland.

Quellen: Reuters, DRI, BIZ, Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen.

Abbildung 1: Realzinsen in Deutschland und Frankreich[1]



[1] Realzinsen: Nationales Tagesgeld (ab 1999 EONIA) abzüglich der nationalen Inflationsrate des Vorquartals. LZB HMS

[2] Bis I. Quartal 1992 nur Westdeutschland, ab II. Quartal 1992 Gesamtdeutschland.

Quellen: Reuters, DRI, BIZ, Statistisches Bundesamt; eigene Berechnungen

Abbildung 2: Realzinsen in Deutschland und Frankreich[1]

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wertpapieren, also Ausbleiben der Portfolio-Anpassung, käme es zu einem expansiven Nachfrageimpuls.

Folgt man der Argumentation von Svensson, so ist das Funktionieren dieses Realkasseneffekts wenig wahrscheinlich. Kennzeichnend für das Entstehen einer Liquiditätsfalle ist die allgemeine Erwartung einer *anhaltenden* Deflation. Diese ist nur kompatibel mit der Erwartung, dass auf lange Sicht die nominalen Bestände an Geld und Wertpapieren in der Volkswirtschaft abnehmen werden. Insofern würde das Zustandekommen eines Real-Balance-Effekts in einer Situation der Liquiditätsfalle ein hohes Maß an Geldillusion, also irrationale Erwartungen, voraussetzen.[5]

Die eigentliche Gefahr einer Liquiditätsfalle besteht also darin, dass ein aufkommender deflationärer Prozess sich schnell selbst verstärkt, ähnlich wie man dies auch bei hohen Inflationsraten fürchtet. Eine besondere Gefahr können dabei kumulative Deflationsprozesse darstellen: Erwartete Preissenkungen, die zunächst gar nicht alle Sektoren betreffen, führen zur Kaufzurückhaltung und damit zu weiteren Preissenkungen. Dieser Prozess wird verstärkt, wenn es zu Firmen- oder Bankzusammenbrüchen kommt. Nicht geklärt ist, ob auch geringe Verletzungen der Null-Inflationsgrenze nach unten solche Effekte auslösen können. In allgemeiner Form dürfte dieses auch nicht zu beantworten sein. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass es sich beim Preisindex um einen Durchschnitt der Preisentwicklungen in verschiedenen Sektoren handelt. Schon hinter einer Inflationsrate von Null kann sich eine deflationäre Situation einzelner Sektoren verbergen.

Einen empirischen Beleg, dass der Übergang von einer Inflationsrate nahe Null zu einem deflationären Prozess ähnlich destabilisierend auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung wirkt, wie der Übergang von mäßigen Inflationsraten (unter 5%) zu hohen Inflationsraten, liefert Taylor.[6] Ein Vergleich von Phasen mit Deflation, niedriger Inflation und hoher Inflation in den USA und in Japan zeigt, dass deflationäre Phasen mit ähnlich starken Wachstumsschwankungen einhergehen wie Phasen hoher Inflation. Natürlich gilt dies nur für echte Deflationsprozesse und nicht ein einmaliges Unterschreiten der Nulllinie. Taylors Argumentation deutet aber darauf hin, dass ein Inflationsziel von null bis zwei Prozent genau am unteren Rand des stabilitätspolitisch neutralen Bereichs von Inflationsraten liegt.

Viel spricht also dafür, dass ein von den Märkten als dauerhaft betrachtetes Erreichen einer Inflationsrate von Null in Europa ein gravierendes Stabilitätsrisiko birgt. Ganz anders erscheint demgegenüber aus stabilisierungs-

[5] Summers, 1991 z.B. hält die Idee von Real-Balance-Effekten und die ihnen zugrunde liegenden Cash in advance Modelle insgesamt für abwegig.

[6] Vgl. Taylor, 2000.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

politischer Sicht das Erreichen der Obergrenze von 2%. Dies würde wohl allenfalls der Glaubwürdigkeit der EZB schaden.

Wie kann sich Europa vor der Möglichkeit eines deflationären Prozesses wie er in Japan stattfindet oder sogar einer Liquiditätsfalle schützen? Entscheidend ist hier die Überlegung, dass eine Liquiditätsfalle ein „Deflationsgleichgewicht" darstellt, also eine Situation, in der der private Sektor einen dauerhaften Deflationsprozess erwartet und in dieser Erwartung nicht enttäuscht wird.[7] Nähert man sich dem Problem der Liquiditätsfalle aus dieser Sicht der Erwartungsbildung, dann ist der Kern eigentlich ein Glaubwürdigkeitsproblem. Vor diesem Hintergrund sind glaubwürdige Ankündigungen der Notenbank erforderlich, dass sie den Gefahren einer Deflation genauso entschieden entgegen zu treten bereit ist wie denen einer Inflation. Aus diesem Grund fordern verschiedene Autoren, dass die EZB ihr Inflationsziel symmetrisch gestaltet, also eine Untergrenze für den Korridor bekannt gibt, die sich natürlich von Null unterscheiden sollte.

C. Messfehler und Deflationsrisiko

Die Wahrscheinlichkeit, dass aus dem Deflationsrisiko tatsächlich Deflation wird, vergrößert sich, wenn die Inflationsmessung mit Fehlern behaftet ist. Spätestens seit dem Bericht der Boskin-Kommission für die USA und der Studie der Bundesbank für Deutschland ist bekannt, dass die gemessene Inflationsrate die tatsächlich vorliegende Inflation überzeichnet.[8] Der mögliche Fehler für Deutschland wird danach auf etwa einen ¾ Prozentpunkt, der für die USA auf einen bis eineinhalb geschätzt. Würde man diese mögliche Verzerrung in der Währungsunion mit rund einem Prozentpunkt ansetzen, so strebt die EZB im Mittel eine Inflationsrate von Null an, lässt konkret also auch negative Inflationsraten zu.

D. Anpassung auf Märkten mit Rigiditäten

Die Diskussion um Vor- und Nachteile einer angestrebten Inflationsrate von Null gegenüber einer niedrigen positiven Rate folgt der Grundkontroverse, welche die moderne Ökonomie bestimmt. Hat man es mit vollkommenen Märkten zu tun, die durch Preisanpassungen in beide Richtungen zu jedem Zeitpunkt geräumt werden, kann eine Inflationsrate von Null keinen Schaden anrichten. Bei den Befürwortern niedriger positiver Inflationsraten stehen Zweifel an dieser markträumenden Funktion der Preise im Mittel-

[7] Vgl. Svensson, 1999.

[8] Vgl. Hoffmann, 1998; Advisory Commission to Study the Consumer Price Index, 1996.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

punkt: Im Rahmen eines effizienten Funktionierens einer Volkswirtschaft sind Veränderungen relativer Preise und Löhne nötig, um strukturelle Veränderungen der Nachfrage und der Produktion aneinander anzupassen. Die zentrale Annahme dieser Autoren lautet aber, dass nominale Preise – und vor allem Löhne – nach unten sehr viel weniger flexibel sind als nach oben. Notwendige Veränderungen der relativen – realen – Preise seien daher im Rahmen eines geringen allgemeinen Preisanstiegs viel leichter und schneller zu erbringen als bei völliger Preisniveaustabilität.

Empirisch ist die These der verbesserten Anpassung – und damit wohl auch höheren Wachstums – durch positive, wenn auch niedrige Inflationsraten kaum zu überprüfen. Dazu waren die geschichtlichen Phasen der Null-Inflation zu selten. Und es ist offen, ob man Ergebnisse, die bei höheren Inflationsraten beobachtet wurden, mit denen, die bei niedrigen Inflationsraten auftreten, vergleichen kann. Empirisch lässt sich jedenfalls weder die Behauptung der alten Phillips-Kurve nachweisen, dass durch eine höhere Inflationsrate die Arbeitslosigkeit gesenkt werden könne, noch die wachstumsfördernde Wirkung der Null-Inflation. Im Bereich niedriger Inflationsraten kann man wohl am ehesten davon ausgehen, dass das Niveau der Inflation keinen Einfluss auf die Arbeitslosigkeit hat. In einer Untersuchung über den langfristigen Zusammenhang von Inflation und Wachstumsniveau in einer Volkswirtschaft kommt Barro zwar zu dem Ergebnis, dass hohe Inflation das Wachstum eher schmälert, maßgeblich hierfür ist aber die Berücksichtigung von Ländern mit sehr hohen Inflationsraten. Im Bereich niedriger und sehr niedriger Inflationsraten (unterhalb von 10%) ist gar kein signifikanter Zusammenhang erkennbar.[9]

Es gibt freilich auch andere Auffassungen. In einer vielbeachteten Studie vertreten Akerloff, Dickens und Perry die Auffassung, dass – unabhängig von den durch das Sacrifice-Ratio verursachten Kosten des Übergangs zu Nullinflation – eine Welt mit einer niedrigen positiven Inflationsrate dem Zustand der Nullinflation vorzuziehen sei.[10] Dazu weisen sie für die US-amerikanische Wirtschaft das Vorliegen von Preis- und Lohnrigiditäten nach und zeigen in Simulationsexperimenten, dass bei Vorliegen dieser Rigiditäten Nullinflation das Beschäftigungsniveau senkt. Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen Fehr und Falk in einer experimentellen Studie.[11]

[9] Vgl. Barro, 1995.

[10] Vgl. Akerlof/Dickens/Perry, 1996.

[11] Vgl. Fehr/Falk, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

E. Unsichere Vorteile der Null-Inflation

Es kann nicht überraschen, dass es auch in der Frage, welches die Vorteile der Nullinflation sind, sehr unterschiedliche Positionen in der Ökonomie gibt. Zu den ältesten Befürwortern einer Inflationsrate von Null gehört Milton Friedman. Ein früher Vertreter der Gegenposition, dass „Inflation die Räder schmiert", eine niedrige Inflationsrate das Wachstum also eher fördert, ist James Tobin.[12]

Die heute in der theoretischen Diskussion vorgebrachten Argumente für das Ziel einer Inflationsrate von null Prozent laufen letztlich alle darauf hinaus, dass Preisstabilität die Planungssicherheit der Wirtschaftssubjekte erhöht.[13] Vor allem zwei Gedanken spielen dabei eine Rolle, die beide die Allokationsfunktion der Preise betreffen. Das erste Argument betrifft die intertemporale Verteilung von Konsum und Investitionen. Der Anreiz, zum Beispiel durch Ersparnisbildung Altersvorsorge zu betreiben, wird erhöht, wenn Sicherheit über das zukünftige Preisniveau herrscht. Diese Argumentation geht von der Hypothese aus, dass der beobachtete positive Zusammenhang zwischen dem Inflationsniveau und der Varianz der Inflationsrate im Zeitablauf auch für den Bereich niedriger Inflationsraten robust ist. Konkret wird dabei aber vorausgesetzt, dass die Geldpolitik das Ziel einer Inflationsrate von Null (plus einer Marge, die den Bias bei der Inflationsmessung berücksichtigt) viel genauer trifft, als das einer Inflationsrate von beispielsweise 2% (plus Marge). Ob diese Behauptung im Bereich sehr niedriger Inflationsraten hält, ist zumindest fraglich. Wie bei Barros Ergebnis, den Zusammenhang von Inflation und Wachstum betreffend, ist auch die positive Korrelation von Inflation und Varianz der Inflationsraten ein Ergebnis, dass durch die Berücksichtigung sehr hoher Inflationsraten zustande kommt. Beim Übergang von niedriger Inflation auf Null-Inflation muss man folgendes bedenken: Ein Teil der Schwankungen im Konsumentenpreisindex kommt zustande, weil einzelne Preiskomponenten, wie Rohstoff- und Energiepreise, hohe Volatilitäten aufweisen, die wenig mit dem Inflationsniveau zu tun haben. Auch bei einer angestrebten Inflationsrate von Null wird es daher Schwankungen der gemessenen Inflationsrate geben. Der Zugewinn an Planungssicherheit dürfte daher eher gering sein.

---

[12] Neuere Beiträge pro Null-Inflation stammen von Poole, 1999, contra von Clarida/Gali/Gertler, 1999.

[13] Außerdem argumentiert Friedman, 1969, dass auch die Frage nach dem optimalen Zinsniveau in einer Volkswirtschaft auf eine Inflationsrate von Null führt. Nach seiner Auffassung, in der Geld ein normales Gut ist, muss der nominale Zins den Grenzkosten der Produktion von Geld entsprechen, also Null sein. Damit muss auch die Inflationsrate Null – oder sogar leicht negativ – sein, um einen nichtnegativen Realzins zu ermöglichen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Das andere Argument in diesem Zusammenhang betrifft die Signalfunktion der Preise bei der effizienten Allokation der Produktionsmittel. Wenn im Grunde Preisstabilität herrscht, so das Argument, dann entsprechen absolute Preisänderungen den Veränderungen relativer Preise. Inflation verwischt den Signaleffekt absoluter Preisänderungen, weil sie die Unterscheidung zwischen absoluten und relativen Preisänderungen erst erfordert. Mehr noch: Unter der Annahme träger, nicht synchroner Preisänderungen in den einzelnen Sektoren führt die Anpassung an eine inflationäre Entwicklung zu vorübergehenden Änderungen der relativen Preise, die ein effizientes Funktionieren der Wirtschaft behindern. Auch dieses Argument trifft aber eher auf die Prognostizierbarkeit der Inflationsentwicklung zu. Wenn bekannt ist, dass die Preise jährlich um durchschnittlich 2% ansteigen, so können die entsprechenden Preisänderungen auch im Rahmen der seltenen Preisänderungen zum Beispiel im Dienstleistungssektor vorgenommen werden.

Damit beruht dieses Ergebnis auf einer Annahme, die keineswegs unumstritten ist. Die theoretische Argumentation der Vorteilhaftigkeit einer Null-Inflation bleibt im Allgemeinen. Vertreter dieser These haben sich aber auch die Mühe gemacht, sie empirisch zu untermauern. Zu erwähnen ist hier zunächst Martin Feldstein[14] für die USA; es folgten Studien für andere Länder, für Deutschland die von Tödter und Ziebarth.[15] Teilweise untersuchen diese Studien jedoch nur den Übergang zu einer Inflationsrate von Null. Sie kommen zu dem Ergebnis, dass die Kosten des Übergangs zu einer Inflationsrate von Null geringer sind als der Nutzen, der sich langfristig bei Null-Inflation ergibt. Die Autoren gehen allerdings davon aus, dass der Zustand einer Inflationsrate von Null auf jeden Fall dem einer niedrigen positiven Inflationsrate vorzuziehen ist.

Betrachtet man die vorgelegten Kalkulationen, werden durchweg sekundäre Effekte der Inflation herangezogen, die nicht zwingend sind. Dominierend ist z.B. die durch Inflation bedingte implizite Erhöhung der Besteuerung, welche zu niedrigeren Kapitalrenditen führt. Abgestellt wird also auf die wohlfahrtstheoretischen Überlegungen, welche die allokative Verzerrung durch Besteuerung betreffen. Historisch waren aber derartige inflationsbedingte Steuererhöhungen in der Regel temporär, sie wurden durch steuerpolitische Maßnahmen aufgehoben, und selbst wenn dies historisch nicht der Fall gewesen sein sollte, kann diesem Effekt durch eine angemessene Steuerpolitik begegnet werden. Es ist willkürlich, ihn allein der Inflationsrate zuzuschreiben. Vor diesem Hintergrund sind die errechneten Wohlfahrtseffekte alles andere als sicher. Dieses ließe sich auch an anderen Elementen

[14] Vgl. Feldstein, 1996.

[15] Vgl. Tödter/Ziebarth, 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Schätzungen von Feldstein bzw. Ziebarth und Tödter zeigen. Eine wesentliche Rolle spielt zum Beispiel die Annahme, dass die sogenannte „kalte Progression" bei der Einkommensteuer auch bei Simulationen über einen Zeitraum von 10 Jahren voll wirksam wird. Änderungen des Steuertarifs, die diesen Effekt mildern, werden in den Rechnungen nicht berücksichtigt.

F. Preisdivergenzen in der Währungsunion

Welches Gewicht haben diese Argumente pro und contra Null-Inflation in der Währungsunion? Die Besonderheit des Inflationsziels in der EWU liegt darin, dass es sich auf einen Durchschnitt nationaler Inflationsraten in ansonsten unabhängigen Staaten bezieht. Während des ersten Jahres der Währungsunion hat sich der Abstand der nationalen Inflationsraten zum ersten Mal seit dem Beginn der Konvergenzbestrebungen in der Währungsunion wieder erhöht. Für die Zielformulierung der Geldpolitik ist die Ursache dieser Abweichungen von entscheidender Bedeutung. Geht man vom Deflationsrisiko aus, sollte das Inflationsziel zumindest so formuliert sein, dass es keine dauerhaften Rückgänge des allgemeinen Preisniveaus in einzelnen Ländern erfordert.

Aber auch hier ist die relative Bedeutung der unterschiedlichen Rigiditäten in der Währungsunion relevant. Unterschiedliche Autoren weisen in Untersuchungen für verschiedene Länder nach, dass Nominallöhne und Preise nach unten starr sind.[16] Dies spricht grundsätzlich für ein Inflationsziel oberhalb von null Prozent auch für jedes einzelne Land. Im Hinblick auf die Bedeutung dieser Rigiditäten bleibt die Frage, ob die Besonderheiten der Währungsunion das Auftreten asymmetrischer Schocks eher fördern oder verringern.

Ein verbreitetes Modell zur Erklärung der nationalen Inflationsdifferenzen in der Währungsunion ist das von Balassa und Samuelson. Die EZB hat dieses theoretische Gerüst benutzt, um die zunehmenden Inflationsunterschiede in der Währungsunion als eine Begleiterscheinung des Anpassungsprozesses an einheitliche Produktivitätsstandards darzustellen. Demnach wären die sich verstärkenden Inflationsunterschiede in der Anfangsphase der Währungsunion als vorübergehend zu betrachten und sollten nicht zum Anlass für eine Revision des Inflationsziels genommen werden.[17]

Dies ist aber nur eine der möglichen Schlussfolgerungen, die man aus den Ergebnissen von Balassa und Samuelson für die Währungsunion ziehen

---

[16] Vgl. z.B. Akerlof et al., 1996; Cechetti/Groshen, 1999; Fehr/Falk, 1999; Agell, 2001.

[17] Vgl. EZB, Monatsbericht Oktober 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

kann. Im Folgenden wird dargelegt, dass die Erklärung der Inflationsdifferenzen als Balassa-Samuelson-Effekt auch genau den gegenteiligen Schluss nahelegen kann. Dazu müssen die Grundlinien des Modells zunächst kurz dargestellt werden.

Balassa und Samuelson gehen davon aus, dass man die Produktion in einer Volkswirtschaft grob in zwei Sektoren unterteilen kann, nämlich in die Produktion handelbarer und die nicht handelbarer Güter. Aufgrund vollkommener Konkurrenz ist das Weltpreisniveau P^T der handelbaren Güter einheitlich, so dass für das durchschnittliche Preisniveau P der in Land i produzierten handelbaren Güter T gilt

$$P_i{}^T = P^T.$$

Bezeichnet man mit Π das Produktivitätsniveau im Sektor der handelbaren Güter in Land i und unterstellt, dass das Lohnniveau w dem Grenzprodukt der Arbeit entspricht, so ist

$$\Pi_i{}^T \cdot P_i{}^T = W_i = \Pi_i{}^N P_i{}^N.$$

Bei vollständiger Mobilität der Arbeitskräfte innerhalb eines Landes gleicht das Lohnniveau im Sektor der nicht handelbaren Güter N dem bei den handelbaren. Bei gegebenem Produktivitätsniveau passt sich im Sektor der nicht handelbaren Güter das Preisniveau an. Für die Preissteigerungsrate bei den nicht handelbaren Gütern ergibt sich daraus:

$$p_i{}^N = p^T + \pi_i{}^T - \pi_i{}^N.$$

Hier kennzeichnen Kleinbuchstaben Wachstumsraten.

Auch wenn bei den handelbaren Gütern Preisstabilität herrscht, kann es in diesem Modell zu Preissteigerungen im Sektor der nicht handelbaren Güter kommen. Dann entsteht nämlich Inflation, wenn der Sektor der handelbaren Güter, der das gesamtwirtschaftliche Lohnniveau bestimmt, höhere Produktivitätsfortschritte aufweist als der Sektor der nicht handelbaren Güter:

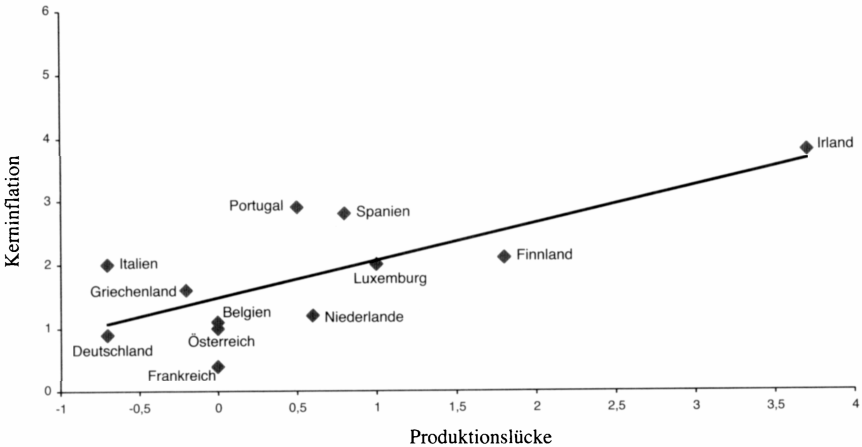
$$p_i = \alpha p^T + (1 - \alpha) p_i{}^N.$$

Für die Inflationsdifferenz zweier Länder ergibt sich daraus:

$$\Delta p = (1 - \alpha)(\Delta \pi^T - \Delta \pi^N).$$

Insbesondere unterscheiden sich nationale Inflationsraten um so stärker, je unterschiedlicher die nationalen Produktivitätsfortschritte im Sektor der handelbaren Güter sind und je bedeutender der Sektor der nicht handelbaren Gü-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH



[1] Kerninflation: Gesamtindex ohne unverarbeitete Nahrungsmittel sowie Energie, Veränderung gegenüber Vorjahr in %.
Produktionslücke: Abweichung des aktuellen BIP vom Trend-BIP in % des Trend-BIP. Schätzung der EU-Kommission Herbst 2000.

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat.

Abbildung 3: Kerninflation und Produktionslücke in den EWU-Ländern 2000[1]

ter ist. Empirische Analysen der Hypothesen von Balassa und Samuelson kommen in der Regel zu dem Ergebnis, dass sie durchaus Erklärungswert für die nationalen Inflationsdifferenzen besitzen.[18] Versucht man zum Beispiel die Inflationsunterschiede in der Währungsunion durch unterschiedliche konjunkturelle Positionen mit Hilfe der Abweichungen des aktuellen BIPs vom BIP-Trend zu erklären, zeigt sich dass dies nur teilweise möglich ist. (Abbildung 3). Den so nicht erklärten Rest, d.h. den Abstand der einzelnen Punkte in der Graphik von der Trendgeraden, könnte man als den potenziellen Erklärungsbeitrag des Balassa-Samuelson Ansatzes interpretieren.

Für die geldpolitischen Implikationen der Inflationsdifferenzen in der Währungsunion lassen sich aus diesem Modell sehr unterschiedliche Schlüsse ziehen. Dabei stellt die einleitend dargestellte Interpretation der EZB nur eine der Möglichkeiten dar.

Die entgegengesetzte Position vertreten Sinn und Reutter[19]. Sie gehen von dem gleichen Modellansatz aus und argumentieren, dass es auch wäh-

[18] Vgl. z.B. Gregorio/Giovannini/Wolf, 1994.
[19] Vgl. Sinn/Reutter, 2001.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

rend des Konvergenzprozesses in der Währungsunion nicht zu einer Deflation in den weiter fortgeschrittenen Ländern kommen sollte, nicht zuletzt weil dieser Prozess durch das Hinzukommen neuer Mitgliedsländer viele Jahre in Anspruch nehmen könnte. Konkret fordern sie, dass das durchschnittliche Inflationsziel in der Währungsunion so formuliert sein muss, dass es die im Zuge des Konvergenzprozesses unvermeidbaren Inflationsunterschiede ermöglicht, ohne ein Absinken einzelner nationaler Inflationsraten unter die Nullgrenze zu erzwingen. Im Rahmen einer Modellrechnung kommen sie zu dem Ergebnis, dass das unter dieser Voraussetzung ermittelte Inflationsziel mindestens bei 2,5% liegen müsste.

Über diesen Einwand von Sinn und Reutter hinaus kann man die Frage stellen, wie gut die Annahmen von Samuelson und Balassa die Gegebenheiten in der Währungsunion darstellen. Ursprünglich zielte das Modell vor allem darauf ab, die Entwicklung realer Wechselkurse zwischen Ländern mit flexiblen Kursen zu erklären. Von Bedeutung sind die flexiblen Kurse für die zentrale Annahme, dass die Länder gleiche Produktionsstrukturen aufweisen.

Über die ökonomischen Konsequenzen des Übergangs zur Währungsunion gibt es unterschiedliche Auffassungen. Viele Autoren vertreten die Position, dass stärkere Konkurrenz zu Konzentration in den einzelnen Sektoren und zu nationaler Spezialisierung führt.[20] Unter dem Schlagwort der Globalisierung wird diese Entwicklung für die Weltwirtschaft diskutiert. Zunehmende nationale Spezialisierung erhöht die Wahrscheinlichkeit und die quantitativen Auswirkungen asymmetrisch wirkender realer Schocks. Notwendige Veränderungen der relativen Preise wirken sich dann in den einzelnen Ländern unterschiedlich aus.

Erweitert man das Modell um diese verstärkte nationale Spezialisierung im Bereich der handelbaren Güter, so ergibt sich bei Beibehaltung aller übrigen Annahmen, dass auch nach Abschluss des Konvergenzprozesses Inflationsunterschiede zwischen den Ländern der Währungsunion existieren werden.[21]

Um dies zu zeigen unterteilen wir den Sektor der handelbaren Güter in zwei Gütergruppen T_1 und T_2, die unterschiedliche Produktivitätsfortschritte aufweisen. Das durchschnittliche Produktivitätswachstum in Land i ist dann

$$\pi_i{}^T = \beta_i \pi_i{}^{T_1} + (1 - \beta_i)\pi_i{}^{T_2}$$

wobei β den Produktionsanteil von T_1 in Land i darstellt.

---

[20] Vgl. z. B. Krugman, 1991.

[21] Dies wäre nur dann nicht der Fall, wenn vollkommene Mobilität der Produktionsfaktoren zwischen den Ländern vorhanden wäre.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Unter dieser Annahme können sich die durchschnittlichen nationalen Produktivitätsfortschritte bei den handelbaren Gütern dauerhaft unterscheiden, also auch nach Abschluss des Konvergenzprozesses, der internationale einheitliche Produktivitätsstandards innerhalb der Gruppen T_1 und T_2 hervorbringt. Die durchschnittlichen nationalen Produktivitätsfortschritte unterscheiden sich um so stärker, je weiter die nationale Spezialisierung fortschreitet und je dynamischer Produktivitätsfortschritte einzelner Sektoren verlaufen. Unter Beibehaltung der Annahmen von Balassa und Samuelson über Arbeitskräftemobilität und Lohnbildung innerhalb eines Landes kommt es dann zu dauerhaften Inflationsunterschieden, die sich mit zunehmender nationaler Spezialisierung noch verstärken.

Es gibt keinen direkten Weg, die Bedeutung dieses Effekts allgemeingültig zu quantifizieren, weil weder das mögliche Ausmaß unterschiedlicher Produktivitätsfortschritte noch der Grad der Spezialisierung quantifizierbar sind. Anekdotische Evidenz für die Relevanz des Arguments liefert aber die wirtschaftliche Entwicklung, die Irland in den letzten Jahren genommen hat. Die irische Wirtschaft ist stark spezialisiert auf die Produktion von High-Tech-Produkten. Infolgedessen hat sie in besonders hohem Maße an den hohen Produktivitätsfortschritten der letzten Jahre partizipiert. Als Begleiterscheinung dieses Prozesses ist die Inflationsrate in Irland auf das höchste Niveau in der Währungsunion gestiegen, wobei die bei weitem höchsten Preissteigerungsraten auf einige nicht handelbare Güter, wie zum Beispiel Wohnungsmieten, entfallen.

Dass sich diese Inflationsdifferenz zu den übrigen Teilnehmerländern viel besser durch die These der fortgeschrittenen Spezialisierung als durch die eines Aufholprozesses belegen lässt, zeigt die Position Irlands in der Verteilung der Pro-Kopf Einkommen in der Europäischen Union. Seit 1997 liegt das BIP pro Kopf in Irland oberhalb des Durchschnitts der EU(15). Im Jahr 2000 belegte Irland bereits den dritten Platz nach Luxemburg und Dänemark.

Aus diesen Überlegungen ergeben sich einige Schlussfolgerungen für die Streuung der Inflationsraten in der Währungsunion:

1. Die zu erwartende weitere nationale Spezialisierung in der Produktion spricht dafür, dass sich die Inflationsunterschiede in den Ländern der Währungsunion eher noch verstärken als verringern werden.

2. In dem Maße wie das Balassa-Samuelson-Modell Erklärungsgehalt für die Inflationsentwicklung besitzt, müssen aufgrund begrenzter Arbeitskräftemobilität die Inflationsunterschiede zwischen den Staaten der Währungsunion eher größer sein als zwischen den Ländern in Deutschland und den Städten in den USA.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

3. Damit stellt sich die Frage, ob das Deflationsrisiko nicht auch für einzelne Länder ernstgenommen werden muss. Dies gilt sowohl für die Auswirkungen des Konvergenzprozesses als auch für die der fortschreitenden nationalen Spezialisierung. Angesichts dieser unvermeidbaren Inflationsunterschiede müsste die durchschnittliche Inflationsrate also etwas höher sein, um zu vermeiden, dass einzelne Länder in einen deflationären Prozess geraten.

Wenn es also eine „optimale" Inflationsrate gibt, die eine ideale Kombination der Nachteile in Bezug auf eine effiziente Allokation und der Vorteile einer schnellen Anpassung an asymmetrische reale Schocks darstellt, dann liegt diese in der Währungsunion eher höher als in einem einzelnen Land. Spätestens wenn die Divergenz der nationalen Inflationsraten weiter zunimmt, sollte dies auch zum Anlass genommen werden, darüber nachzudenken, wie ehrgeizig das Inflationsziel der EZB langfristig sein sollte.

G. Fazit

Fassen wir zusammen: Es wurde eine Anzahl von Argumenten aufgeführt, die dafür sprechen, die mit einer Null-Inflation verbundenen Risiken zu vermeiden. Aufgrund von Asymmetrien können diese Gefahren für ein einzelnes Land in der Währungsunion gravierender sein, als für den Durchschnitt. Zusammengenommen sprechen all diese Argumente zumindest dafür, eine positive niedrige Inflationsrate als Untergrenze des Zielkorridors zu wählen. Bezüglich der Obergrenze wäre darüber hinaus eine besondere Analyse notwendig. Dringlicher ist aber die Diskussion der Untergrenze.

Literaturverzeichnis

Advisory Commission to Study the Consumer Price Index (Boskin/Dulberger/Gordon/Griliches/Jorgenson), Toward a more accurate measure of the cost of living, Final Report to the Senate Finance Committee, Washington D.C. 1996.

Agell, J., Why wages cannot fall, Vortrag beim Ifo-Seminar am 7. Mai 2001 in München.

Akerlof, G./*Dickens*, W. T./*Perry*, G. L., The macroeconomics of low inflation, Brookings Papers on Economic Activity 1:1996, 1–76.

Barro, R. J., Inflation and economic growth, Bank of England Quarterly Bulletin 35/2, 1995, 166–176.

Cecchetti, S. G./*Groshe*, E. L., Understanding inflation: Implications for monetary policy, NBER working paper No. 7482, 2000.

Clarida, R./*Gali*, J./*Gertler*, M., The science of monetary policy: A new Keynesian perspective, NBER working paper No. 7147, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DeGregorio, J./*Giovannini,* A./*Wolf,* H., International evidence on tradables and nontradables inflation, European Economic Review 38, 1993, S. 1225–1244.

Fehr, E./*Falk,* A., Wage rigidity in a competitive incomplete contract market, Journal of Political Economy 107 No. 1, 1999, S. 106–134.

Feldstein, M., The costs and benefits of going from low inflation to price stability, NBER working paper No. 5469, 1996.

Friedman, M., The Optimum Quantity of Money and other essays, Chicago 1969.

Hoffmann, J., Probleme der Inflationsmessung in Deutschland, Diskussionspapier 1/98 der Deutschen Bundesbank, Frankfurt 1998.

Krugman, P. R., Geography and Trade, Leuven und Cambridge (Ma) 1991.

– It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap, Brookings Papers on Economic Activity No. 2, 1998, S. 137–187.

McCallum, B. T., Inflation targeting and the liquidity trap, NBER working paper No. 8225, 2001.

Orphanides, A./*Wieland,* V., Price stability and monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero, Working Paper Series, Federal Reserve Board 1998–35.

Phelps, E. S., Inflation in the theory of public finance, Swedish Journal of Economics 75, 1973, S. 67–82.

Poole, W., Is inflation too low?, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 81 No. 4, 1999, S. 3–10.

Sinn, H. W./*Reutter,* M., The minimum inflation rate for Euroland, NBER working paper No. 8085, 2001.

Summers, L., How should long-term monetary policy be determined?, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 23 No. 3, 1991, S. 625–631.

Svensson, L. E. O., How should monetary policy be determined in an era of price stability?, im Internet verfügbar, überarbeitete Fassung des Konferenzbeitrags zur Tagung „New Challenges for Monetary Policy" in Jackson Hole 1999.

– The Zero Bound in an Open Economy: A foolproof way of escaping the liquidity trap, NBER working paper No. 7957, 2000.

Taylor, J. B., Low inflation, deflation, and policies for future price stability, IMES Discussion paper Series No. 2000-E-26, Bank of Japan, Tokio 2000.

Tödter, K.-H./*Ziebarth,* G., Preisstabilität oder geringe Inflation für Deutschland? Eine Analyse von Kosten und Nutzen, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank 3/97, Frankfurt 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Finanz- und realwirtschaftliche Konsequenzen der Zinspolitik

Von Horst Gischer

A. Problemstellung

Nicht erst seit der faktischen Einführung einer einheitlichen Währung innerhalb der Europäischen Union und der damit verbundenen Etablierung der Europäischen Zentralbank (EZB) sind die Möglichkeiten und Grenzen autonomer Geldpolitik zunehmend in den Mittelpunkt ökonomischer Diskussionen gerückt. Wenngleich angesichts der unerwartet erfolgreichen Konvergenzbestrebungen der Mitgliedsländer im Europäischen Währungsverbund die Ausgangslage für eine einheitliche monetäre Steuerung durchaus günstig einzuschätzen ist, stellen die strategischen Probleme der Geldpolitik für die EZB eine große Herausforderung dar. Diese bezieht sich nicht nur auf die Auswahl und Anwendung der unterschiedlichen geldpolitischen Instrumente, sondern vor allem auch auf die Festlegung einer für das breite Spektrum der (Finanzmarkt-)Akteure nachvollziehbaren und hinreichend verlässlichen monetären Konzeption.

Der damit unmittelbar verbundene Aufbau von Reputation für die „neue" Zentralbank kann glücklicherweise in einer Phase allenfalls mäßiger Inflationsgefahren betrieben werden, so dass die europäische Währungsbehörde zunächst behutsam Erfahrungen sammeln und darauf aufbauend eine mittelfristig angelegte geldpolitische Strategie entwickeln kann. Freilich werden die Verantwortlichen eher früher als später über die grundlegende Alternative zu entscheiden haben: Sollte sich die Geldpolitik primär an (Geld-) Mengengrößen oder am Zins[1] orientieren? Vor dem Hintergrund der jüngeren Erfahrungen verschiedener (nationaler) Notenbanken mit der Geldmengensteuerung hat die EZB zumindest im ersten Jahr ihrer Tätigkeit der Zinsorientierung deutlichen Vorrang eingeräumt. Diese (möglicherweise pragmatische) Vorgehensweise ist sicherlich auch auf die mangelnde empirische Erfahrung mit der auf Euroebene aggregierten Nachfrage nach Zentralbankgeld zurückzuführen. Demgemäß unterliegt die Festlegung einer für das gesamte Eurogebiet angemessenen Geldmenge (noch) einem mehr oder

[1] Wobei die Frage zunächst unbeantwortet bleibt, welcher (oder welche) Zinssatz (Zinssätze) als Maßstab bzw. Instrumentvariable herangezogen werden soll (sollen).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

weniger ausgeprägten Trial-and-Error-Prozess. Gleichwohl werden die Forderungen nach einer konsequenteren Ausrichtung der Geldpolitik an der Entwicklung des Produktionspotenzials deutlicher.[2]

Ungeachtet dieser durchaus kritischen Betrachtung ihrer Vorgehensweise scheint die EZB auch für die nahe Zukunft nicht von ihrer Politik der Betonung zinsbezogener Maßnahmen abweichen zu wollen. Damit unterstellt sie implizit, dass eine Steuerung sowohl des monetären Sektors als auch, daraus abgeleitet, der aggregierten Nachfrage auf gesamtwirtschaftlichen Gütermärkten über Zinsvariationen erfolgreich möglich ist. Der vorliegende Beitrag will an dieser Hypothese ansetzen und die Wirkungsaussichten zinsorientierter Geldpolitik untersuchen. Vor dem Hintergrund der Erfahrungen der Deutschen Bundesbank und den makroökonomischen Gegebenheiten in der Bundesrepublik Deutschland gilt das Augenmerk vor allem den empirischen Befunden.

Dem Titel des Beitrages folgend werden im Abschnitt B. die möglichen Ansatzpunkte und Auswirkungen der Zinspolitik im Unternehmenssektor analysiert. Die Überlegungen unterstützen bereits an anderer Stelle vorgetragene Resultate.[3] Der anschließende Abschnitt C. stellt mögliche Zusammenhänge zwischen Notenbank- und institutionellen Finanzmarktzinssätzen in den Mittelpunkt. Unter Verwendung ökonometrischer Analysemethoden werden alternative Kausalitätshypothesen getestet. Der Beitrag wird durch eine Zusammenfassung der Ergebnisse sowie deren geldpolitische Interpretation abgeschlossen.

B. Ansatzpunkte und Auswirkungen der Geldpolitik im Unternehmenssektor

Die theoretische Verknüpfung zwischen Zinsänderungen und realwirtschaftlicher Aktivität besteht zum einen durch die unterstellte Zinselastizität der Investitionsnachfrage privater Unternehmen und zum anderen in Form einer mit der Zinshöhe schwankenden kreditfinanzierten Konsumnachfrage privater Haushalte. Zwar entfallen rd. 40 v.H. des Kreditvolumens im Bankensektor auf die privaten Haushalte, hiervon dienen aber wiederum drei Viertel zur Finanzierung des privaten Wohnraumeigentums.[4] Wenngleich die Kreditaufnahme für den Wohnungsbau durchaus auf Veränderungen des Zinsniveaus reagiert, steht als ausschlaggebende Determinante das regelmä-

---

[2] Vgl. exemplarisch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR), 1999, S. 149 f.

[3] Vgl. ausführlich Gischer, 1998.

[4] Vgl. Deutsche Bundesbank, 2000, Tab. 33*.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

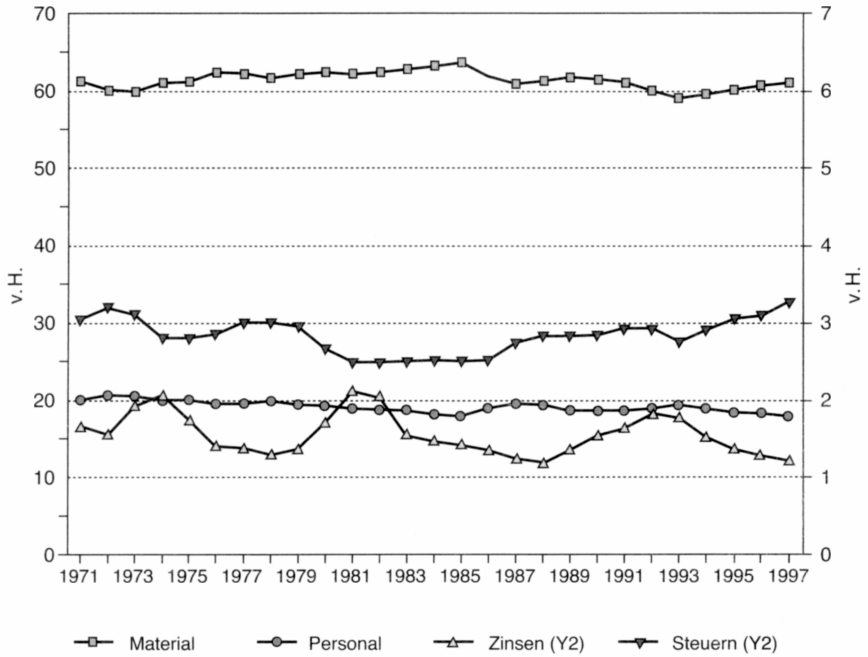


Abbildung 1: Anteile an den Gesamtaufwendungen

ßige verfügbare Haushaltseinkommen im Vordergrund. Der aggregierte private Konsum gilt demgemäß als wenig zinselastisch.

Innerhalb des gewerblichen Sektors hingegen sind zinsabhängige Größen leichter auszumachen. Auf die z. T. fremdfinanzierte Investitionsnachfrage wurde bereits hingewiesen, zudem werden laufende Ausgaben der betrieblichen Tätigkeit über Kredite (vor)finanziert. Demzufolge spiegeln sich die zinsrelevanten Positionen im Jahresabschluss der Unternehmen. Auf der Basis des Datenmaterials der Deutschen Bundesbank[5] können durchaus empirisch aussagefähige Erkenntnisse abgeleitet werden.

Abbildung 1 verschafft einen ersten Eindruck von den relativen Gewichten ausgewählter Aufwandspositionen in der Gewinn- und Verlustrechnung der betrachteten Unternehmen. Die mit deutlichem Abstand gewichtigste Rolle spielen offensichtlich die Materialaufwendungen. Im Untersuchungszeitraum lagen sie im Mittel bei knapp 61,5 v. H. der gesamten Aufwendungen, die zweitwichtigste Komponente stellen die Personalaufwendungen mit

[5] Vgl. Deutsche Bundesbank, 1998.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

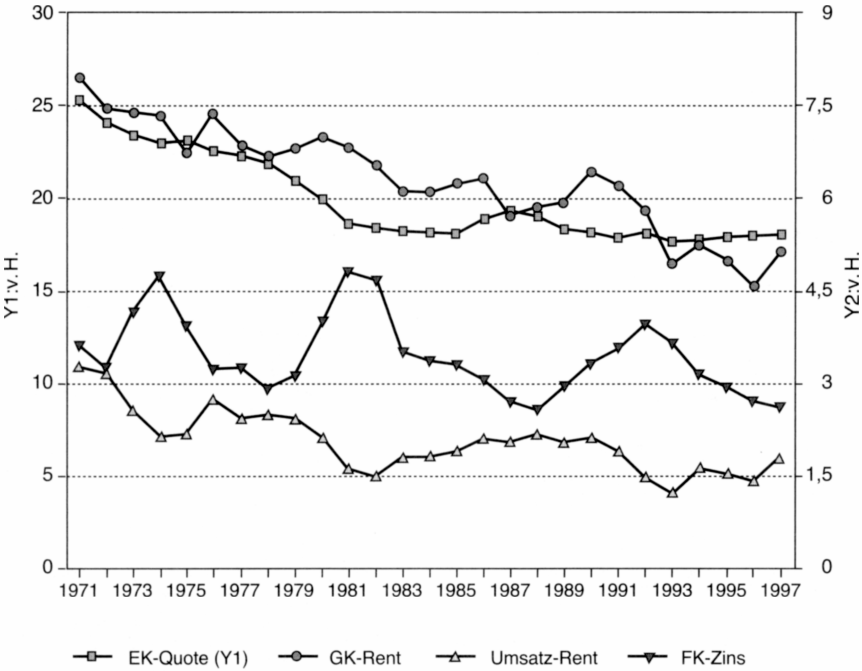


Abbildung 2: Entwicklung von Unternehmenskennzahlen

einem durchschnittlichen Anteil von etwas mehr als 19 v.H. dar. Von im Vergleich äußerst bescheidener Bedeutung sind hingegen die (relativen) Zinsaufwendungen, die im Schnitt der betrachteten Jahre bei lediglich rd. 1,5 v.H. lagen und von der durchschnittlichen (relativen) Steuerlast in Höhe von knapp 3 v.H. deutlich übertroffen wurden.[6]

In Abbildung 2 werden einige ausgewählte Unternehmenskennzahlen im Zeitablauf betrachtet. Augenfällig ist der beträchtliche Rückgang der durchschnittlichen Eigenkapitalquote von knapp 25,5 v.H. in 1971 auf rd. 18 v.H. in 1997. Allerdings scheint die rückläufige Entwicklung zum Stillstand gekommen zu sein, da die Eigenkapitalquote seit 1993 wieder eine (leicht) steigende Tendenz aufweist. Ebenfalls im Trend gravierend gesunken ist die Gesamtkapitalrentabilität der deutschen Unternehmen. Sie betrug zu Beginn des Untersuchungszeitraumes immerhin beinahe 8 v.H., in 1997 jedoch nur noch rd. 5 v.H. Ob die erkennbare Erholung im Ver-

[6] Nicht wiedergegeben werden die Abschreibungen auf Anlagen sowie die in der Bundesbank-Statistik nicht weiter aufgeschlüsselten Sonstigen Aufwendungen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gleich zu 1996 auch hier eine Trendumkehr einleitet, muss freilich abgewartet werden.

Die offenbar erheblichen Veränderungen in der Ertragslage deutscher Unternehmen sind auch an der Entwicklung der Umsatzrentabilität abzulesen. Noch zu Beginn der siebziger Jahre blieben rd. 3 v.H. des Umsatzes als Jahresüberschuss im Unternehmen, in den neunziger Jahren ging die Umsatzrendite teilweise auf deutlich unter 1,5 v.H. zurück. Ohne auf die verschiedenen möglichen Ursachen im Einzelnen eingehen zu wollen, kann vor dem Hintergrund dieser Zahlen sicherlich auf eine gestiegene Wettbewerbsintensität auf den offeneren (Welt-)Märkten geschlossen werden.

Die für unsere Argumentation essentielle Größe ist der (rechnerische) Fremdkapitalzins. Er wird ermittelt als Quotient aus Zinsaufwendungen und Fremdkapital. In der Grafik wird deutlich, dass diese Größe erheblichen Schwankungen unterliegt, die wiederum (naheliegend) mit den Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Zinsniveaus korrespondieren. Allerdings liegt die auf diese Weise ermittelte tatsächliche Zinslast im gesamten Betrachtungszeitraum deutlich unter den Marktsätzen. Sie erreicht in keinem Jahr mehr als knapp 5 v.H. und beträgt im Durchschnitt weniger als rd. 3,5 v.H.[7] Insofern kann auch aus dieser Perspektive die Hypothese, (Fremdmittel-)Zinsen wären für die Ertragslage der Unternehmen von ausschlaggebender Bedeutung, kaum gestützt werden. In Verbindung mit der im Trend eher rückläufigen Eigenkapitalquote stellt der relativ niedrige Fremdkapitalzins vielmehr einen inhärenten Anreiz zur Ausnutzung des Leverage-Effektes dar.[8]

Als Zwischenfazit bleibt festzuhalten, dass die Ertragslage privater Unternehmen in Deutschland zwischen 1971 und 1997 nur höchst unwesentlich von tatsächlichen Änderungen des Zinsniveaus beeinflusst wurde. Inwiefern Zinsvariationen Auswirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Investitionsverhalten gehabt haben, wird an dieser Stelle nicht geprüft. Frühere Analysen legen aber auch in dieser Hinsicht die Vermutung nahe, dass die Bedeutung „des" Zinses weit geringer ist, als häufig unterstellt wird.[9]

---

[7] Zum Vergleich: Im Untersuchungszeitraum schwankte die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere zwischen 3,8 v.H. und 11,5 v.H. bei einem Durchschnitt von 7,5 v.H., der Zinssatz für Kontokorrentkredite lag bei einem arithmetischen Mittel von knapp 10,5 v.H. in der Bandbreite zwischen rd. 7,3 v.H. und beinahe 15,5 v.H.

[8] Was sich nicht zuletzt in einer durchschnittlichen Eigenkapitalrentabilität von knapp 18 v.H. im Untersuchungszeitraum widerspiegelt.

[9] Vgl. hierzu ausführlich Gischer, 1998.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

C. Notenbankzinsen und institutionelle Marktsätze

I. Zum Stand der Dinge

Die Diskussion um die Beziehungen zwischen Notenbankzinsen und den Sätzen auf (institutionellen) Finanzmärkten kann im Rahmen des vorliegenden Beitrages allenfalls vor dem Hintergrund des Untersuchungsgegenstandes schlaglichtartig beleuchtet werden. Die gegensätzlichen Pole der Debatte bilden die jeweils unterstellten Kausalitätshypothesen.

Eine aktive, d.h. möglicherweise auch diskretionär zur Steuerung konjunkturpolitisch relevanter Größen einsetzbare Variation von Zentralbankzinssätzen soll, am Geldmarkt induziert, eine gleichgerichtete Anpassung der Zinsen für Finanztitel unterschiedlicher Fristigkeit herbeiführen und letztlich für die jeweils gewünschte Reaktion in realwirtschaftlichen Sektor sorgen.[10] In diesem Kontext stellt das Zinsniveau am kurzen Ende des Marktes eine von der Zentralbank (mehr oder weniger) exogen steuerbare Größe dar. Notenbanksätze nehmen in einem derartigen Umfeld Leitzinsfunktionen wahr.

Hiervon abweichend ist die Wirkung von hoheitlichen Zinsänderungen zu beurteilen, wenn diese gleichsam dem Markt folgen und demgemäß aus der Sicht der Finanzmarktakteure lediglich eine Konstatierungsfunktion behaupten können. Die Kausalität (im weitesten Sinne) läuft dann entgegengesetzt: Änderungen der relativen Knappheit von Finanztiteln unterschiedlicher Fristigkeit führen zu Anpassungen in den Marktpreisen, die nunmehr – bei zunächst unveränderten Zentralbankzinsen – einen von der ursprünglichen Situation abweichenden Abstand zu den Notenbanksätzen aufweisen. Die im nächsten Schritt folgende Neufestlegung der Zentralbankzinsen wäre dann die Reaktion auf die vorgelagerten Marktprozesse und weniger Ausdruck einer autonomen Geldpolitik.

Freilich finden sich die hier nur grob skizzierten Positionen in der Realität allenfalls unvollkommen wieder. Insofern gilt es Argumente bzw. Belege für den einen oder anderen Standpunkt zu finden. Diesem Anliegen widmen wir uns im Abschnitt II. Vorab erscheint es geboten, einen kursorischen Blick auf einige ausgewählte jüngere Publikationen zum angesprochenen Themenkomplex zu werfen.

Die skizzierte Problematik wird in der Literatur auch unter dem Gesichtspunkt diskutiert, ob die geldpolitischen Maßnahmen einer Zentralbank von

[10] Vgl. auch Deutsche Bundesbank, 1996; auf die Diskussion der Annahmen in Bezug auf den Transmissionsmechanismus sowie die theoretischen Voraussetzungen für die geeignete Anpassung der Zinsstruktur kann an dieser Stelle (zunächst) verzichtet werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

den privaten Akteuren antizipiert, also erwartet, werden oder ob die Notenbank eher überraschend von ihren Instrumenten Gebrauch macht. Hardy (1998) präsentiert empirische Evidenz sowohl für eine durchaus ausgeprägte Antizipation des Zeitpunktes von hoheitlichen Zinsänderungen als auch für eine Reihe von zutreffenden „Prognosen" über das Ausmaß der Zinsvariation. Seine Arbeit scheint die Wirksamkeit von Ankündigungseffekten in der Geldpolitik zu bestätigen, freilich mit der Einschränkung, dass die von Hardy exemplarisch betrachtete Deutsche Bundesbank ihrerseits über einschlägige Reputation verfügt (hat). Die Ergebnisse legen aber die Vermutung nahe, dass in weiten Phasen der monetären Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland die Marktzinsen den Notenbanksätzen „vorausliefen". Die Anpassung der Zentralbankzinsen hätte demnach nicht selten Konstatierungscharakter gehabt.

In eine ähnliche Richtung zielen Neumann/Weidmann (1998), die den Informationsgehalt von Diskontsatzänderungen untersuchen. Auch sie kommen zu dem Ergebnis, dass spürbare Reaktionen der Marktzinsen allenfalls auf unvorhergesehene Variationen des Diskontsatzes folgen, während mit entsprechenden „offiziellen" Ankündigungen „vorbereitete" Diskontsatzanpassungen von den Marktakteuren entsprechend vorweggenommen werden, selbst wenn der Zeitpunkt der geldpolitischen Maßnahme noch nicht bekannt ist. Im Unterschied zu Hardy (1998) sind die Autoren hingegen skeptischer, was die Vorhersagequalität der Marktakteure hinsichtlich der mutmaßlichen Diskontsatzänderungen angeht. Weiterhin betonen Neumann/Weidmann die signifikanten Änderungen im institutionellen Finanzsektor als Folge der zunehmenden Bedeutung der kurzfristigen Wertpapierpensionsgeschäfte der Deutschen Bundesbank nach 1985.

Nicht nur angesichts der referierten jüngeren Erkenntnisse wird in der Literatur wiederholt diskutiert, ob eine zinsorientierte geldpolitische Strategie prinzipiell inferior gegenüber der Steuerung von Mengenaggregaten ist. Canzoneri/Dellas (1998) unterziehen alternative Steuerungskonzepte einer Prüfung hinsichtlich ihrer Auswirkungen auf das Realzinsniveau einer Ökonomie.[11] Sie kommen zu dem Ergebnis, dass eine Zinsstrategie der Notenbank mit einem signifikant höherem Realzinsniveau einhergeht als eine mengenorientierte Geldpolitik.

Eine grundsätzlich andere Auffassung vertritt Taylor (1999), der vor allem mit Blick auf die zukünftige Vorgehensweise der Europäischen Zentralbank einer „einfachen" Zinsregel Geltung verschaffen möchte. In einer derart pragmatisch ausgerichteten geldpolitischen Strategie sollte sich der von

[11] Mit den „üblichen" Annahmen bezüglich der Konsequenzen eines nicht-optimalen Realzinsniveaus für die gesellschaftliche Wohlfahrt, im vorliegenden Fall für das Konsumniveau der betrachteten Ökonomie.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

der Zentralbank zu steuernde Nominalzins primär an der Abweichung zwischen aktueller und angestrebter Inflationsrate sowie an der Unterauslastung des Produktionspotenzials orientieren.[12]

Freilich bleibt weiterhin offen, ob – wie bereits in Abschnitt B. aus einer speziellen Perspektive beleuchtet – Zinsgrößen per se relevante Auswirkungen auf realwirtschaftliche makroökonomische Variablen ausüben (können). Hier stellt sich vor allem die Frage nach dem monetären Transmissionsmechanismus und, damit einhergehend, das Problem der möglichen Endogenität der Geldmenge. Angesichts der verstärkten monetären Integration innerhalb der Europäischen Union postuliert etwa Juselius (1998), dass eine zinsorientierte Geldpolitik in den von ihr betrachteten Ländern (Bundesrepublik Deutschland, Dänemark, Italien) nicht hinreichend wirksam gewesen ist. Vielmehr betont die Autorin die Bedeutung der gesamtwirtschaftlichen Geldnachfrage für die tatsächliche Entwicklung der (realen) Geldmenge und damit die zeitweilige Alimentierung der Geldnachfrage durch die jeweiligen Zentralbanken. Gestützt wird diese These auch von Howells/Hussein (1998), die innerhalb der G7-Staaten starke empirische Evidenz für eine endogene Geldmenge finden. Die Konsequenz ist, dass eine wie auch immer geartete Geldpolitik u.U. von den privaten Akteuren konterkariert werden kann (oder präziser: konnte). Dies wäre möglicherweise weit weniger der Fall, wenn eine enge und in der Richtung eindeutige Beziehung zwischen Notenbank- und Marktzinsen bestünde.[13]

II. Einige empirische Zusammenhänge

Im Folgenden soll nunmehr analysiert werden, ob in der Richtung eindeutige Beziehungen zwischen ausgewählten Zentralbankzinssätzen und korrespondierenden Zinsgrößen auf institutionellen Finanzmärkten bestehen. Wir betrachten Monatsdurchschnittsdaten über den Zeitraum 01.1971 bis 12.1998. Als Notenbankzinsen fungieren der Diskontsatz (DISK) und der Zuteilungssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte (REPO).[14] Als Marktsätze werden der Drei-Monats-FIBOR (FIBOR), der Zinssatz für Kontokorrentkredite unter 1 Mio. DM (KKK) sowie die Umlaufrendite festverzinslicher

[12] Vgl. ergänzend Taylor, 1993 oder Judd/Rudebusch, 1998.

[13] Der These, dass Zinssätze und Zinsstrukturen keine realwirtschaftlich relevante Informationen enthalten und folglich ökonomisch weitgehend „uninteressant" seien, gehen Thoma/Gray, 1998 nach. Ihre Ergebnisse sind allerdings nicht eindeutig und lassen auch die Schlussfolgerung zu, dass die tatsächlichen Erfolge geldpolitischer Maßnahmen nur unvollkommen messbar sind.

[14] Bei mehreren Einzeldaten für einen Kalendermonat wurde das gewichtete arithmetische Mittel verwendet, die Datengrundlage für alle Finanzmarktgrößen bilden Deutsche Bundesbank, 1998 sowie die jeweiligen statistischen Angaben in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 1

Test auf Stationarität

	ADF	PP
DDISK	–4.71[a]	–16.71[a]
DREPO	–6.34[a]	–12.61[a]
DKKK	–4.54[a]	–13.74[a]
DFIBOR	–5.79[a]	–11.70[a]
DUMLAUF	–7.23[a]	–10.92[a]

[a] kennzeichnet Signifikanz auf dem 1%-Niveau

Wertpapiere (UMLAUF) herangezogen. Getestet wird auf (direkte) Granger-Kausalität zwischen jeweils einer Notenbank- und einer Marktvariablen.

Voraussetzung für die Anwendung des Granger-Kausalitätskonzeptes ist die Stationarität der verwendeten Zeitreihen. Inzwischen typische und gängige Überprüfungsverfahren sind zum einen der Augmented-Dickey-Fuller-Test (ADF) sowie der Ansatz von Phillips-Perron (PP).[15] Die jüngere Vergangenheit lieferte wiederholt Hinweise auf die Nicht-Stationarität der Zeitreihen nominaler Zinssätze[16], während die ersten Differenzen üblicherweise stationäres Verhalten aufweisen. Tabelle 1 belegt, dass diese Annahme für die betrachteten Variablen ohne Einschränkung aufrechterhalten werden kann.[17]

Granger-Kausalität lässt sich testen, indem folgende Beziehung mit der Methode der kleinsten Quadrate geschätzt wird:

$$(1) \qquad \Delta y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k_1} \alpha_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=1}^{k_2} \beta_i \Delta x_{t-1} + u_t$$

In Gleichung (1) sind y_t und x_t zwei Zinszeitreihen. Einfache Kausalität von x nach y liegt vor, wenn die Nullhypothese $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \ldots =$

[15] Auf die ausführliche Darstellung der ökonometrischen Technik kann verzichtet werden, da die Konzepte zum einen hinreichend bekannt und zum anderen Systembestandteile gängiger Standardsoftwarepakete sind. Die folgenden Berechnungen wurden mit dem Programm „Econometric Views, Version 2.0" durchgeführt.

[16] Vgl. auch Nautz/Wolters, 1996, S. 487.

[17] DDISK bezeichnet die erste Differenz des Diskontssatzes, in Analogie wurden die weiteren Zeitreihen benannt. Die kritischen Werte für die Ablehnung der Null-Hypothese „Nicht-Stationarität" gehen zurück auf MacKinnon, 1991 und werden vom o.a. Ökonometrieprogramm zur Verfügung gestellt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$\beta_{k2} = 0$ abgelehnt werden kann. Vertauschen von x und y ermöglicht den Test auf Kausalität in die umgekehrte Richtung.[18] Gleichzeitige Kausalität liegt vor, wenn zusätzlich x_t als exogene Variable in (1) aufgenommen wird, d. h. man erhält

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^{k_1} \alpha_i \Delta y_{t-i} + \sum_{i=0}^{k_2} \beta_i \Delta x_{t-1} + u_t \tag{2}$$

Die Nullhypothese lautet analog $H_0 : \beta_0 = 0$. Von Bedeutung ist in allen Fällen die Wahl der Lagstruktur k_1, k_2. Diese wird Im folgenden mit Hilfe des Akaike Information Criterions (AIC) bzw. unter Verwendung des Schwarz-Criterions (SC) bestimmt.

Zur Beurteilung des Einflusses bzw. der autonomen Variation der Notenbankzinsen wird in jedem Zeitreihenpaar sowohl auf beidseitig einfache als auch auf gegenseitige Kausalität getestet. Mögliche Kausalitätsbeziehungen zwischen den Zentralbankzinsen bzw. innerhalb der Marktsätze werden nicht geprüft, obgleich auch hier plausible Zusammenhänge denkbar sind. Die Ergebnisse der ökonometrischen Schätzungen sind den nachfolgenden Tabellen 2 bis 7 zu entnehmen.

[18] In Gleichung (1) bedeutet $\Delta y_t := y_t - y_{t-1}$ und entsprechend $\Delta y_{t-i} := y_{t-i} - y_{t-i-1}$.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 2

Kausalitätstest I[19]

	DFIBOR	DFIBOR	DFIBOR	DFIBOR	DFIBOR	DREPO	DREPO	DREPO	DREPO	DREPO
C	0.00	–0.01	–0.01	–0.01	–0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DFIBOR						0.27[a]	0.25[a]			
DFIBOR1	0.41[a]	0.43[a]	0.09	0.27[a]		0.44[a]	0.43[a]	0.51[a]	0.52[a]	0.55[a]
DFIBOR2	–0.01					0.24[a]	0.20[a]	0.17[a]	0.15[a]	0.21[a]
DFIBOR3	0.09					–0.12[c]	–0.11[b]	–0.07		
DREPO			0.33[a]							
DREPO1			0.10	0.09	0.19[a]	–0.15[b]				–0.14[b]
DREPO2			–0.05	–0.04	0.01	0.05				
DREPO3			0.13[b]	0.13[b]	0.12[c]					
R^2	0.19	0.18	0.17	0.11	0.05	0.42	0.40	0.34	0.34	0.35
DW	1.98	2.02	1.97	1.93	1.52	1.95	2.31	2.20	2.22	1.86
AIC	–1.83	–1.82	–2.20	–2.13	–2.07	–2.62	–2.53	–2.45	–2.45	–2.46
SC	–1.78	–1.79	–2.11	–2.05	–2.01	–2.52	–2.46	–2.39	–2.41	–2.40
F	26.30[a]	74.49[a]	10.45[a]	7.84[a]	4.81[a]	28.35[a]	39.20[a]	41.52[a]	61.43[a]	43.38[a]

[19]Auf die Angabe der *t*-Statistik wurde aus Platzgründen verzichtet; [a, b] bzw. [c] kennzeichnen Signifikanz auf dem 1%-, 5%- bzw. 10%-Niveau. DFIBOR1:= $\Delta FIBOR_{t-1}$ im Sinne von FN. 18, analog für alle anderen Variablen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 3

Kausalitätstest II

	DKKK	DKKK	DKKK	DKKK	DREPO	DREPO	DREPO	DREPO
C	0.00	0.00	0.00	0.01	–0.02	–0.02	–0.01	–0.02
DKKK					0.36[a]	0.36[a]	0.32[a]	
DKKK1	0.20[a]	0.09	0.24[a]		0.79[a]	0.78[a]	0.73[a]	0.87[a]
DKKK2	0.15[a]	–0.10	–0.11		–0.10			
DKKK3	0.27[a]	0.12[c]	0.13[b]		–0.04			
DREPO		0.17[a]		0.20[a]				
DREPO1		0.23[a]	0.24[a]	0.22[a]	–0.05	–0.08		–0.01
DREPO2		0.00	–0.01	0.03	–0.04	–0.07		–0.06
DREPO3		0.12[a]	0.11[a]	0.13[a]				
R^2	0.21	0.33	0.28	0.32	0.33	0.33	0.34	0.29
DW	2.03	2.08	2.06	1.93	1.99	1.93	2.09	1.90
AIC	–2.88	–3.31	–3.25	–3.31	–2.49	–2.50	–2.45	–2.44
SC	–2.84	–3.19	–3.14	–3.23	–2.38	–2.42	–2.40	–2.38
F	30.59[a]	17.09[a]	16.26[a]	28.34[a]	19.80[a]	29.48[a]	60.61[a]	32.55[a]

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 4

Kausalitätstest III

	DUM-LAUF	DUM-LAUF	DUM-LAUF	DUM-LAUF	DUM-LAUF	DREPO	DREPO	DREPO	DREPO	DREPO
C	–0.01	–0.01	–0.01	–0.01	–0.01	–0.01	0.00	0.00	0.00	0.02
DUMLAUF							0.14	0.14		
DUMLAUF1	0.52[a]	0.46[a]	0.45[a]	0.49[a]			0.35[a]	0.35[a]	0.41[a]	0.39[a]
DUMLAUF2	–0.16[a]	–0.21[a]	–0.19[a]	–0.20[a]			0.23[b]	0.24[b]	0.21[b]	0.32[a]
DUMLAUF3							0.02			
DREPO		0.07	0.07		0.15[a]					
DREPO1		0.05		0.05	0.05	0.17[a]	0.06	0.06	0.07	
DREPO2		–0.06		–0,05	–0.06	0.14[b]	0.14	0.10[c]	0.10	
DREPO3		0.09[b]		0.09[b]	0.07					
R^2	0.22	0.21	0.19	0.20	0.05	0.06	0.18	0.19	0.18	0.16
DW	1.97	1.96	1.97	1.97	1.30	1.96	1.99	2.00	2.00	1.87
AIC	–3.08	–3.00	–2.99	–2.99	–2.82	–2.16	–2.29	–2.30	–2.30	–2.21
SC	–3.04	–2.89	–2.93	–2.91	–2.75	–2.12	–2.19	–2.21	–2.22	–2.17
F	47.32[a]	11.04[a]	18.93[a]	12.69[a]	3.92[a]	7.75[a]	9.66[a]	11.63[a]	13.86[a]	23.99[a]

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 5

Kausalitätstest IV

	DFIBOR	DFIBOR	DFIBOR	DFIBOR	DDISK	DDISK	DDISK	DDISK	DDISK
C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DFIBOR					–0.04	–0.04			0.10[a]
DFIBOR1	0.23[a]	0.23[a]	0.22[a]		0.09[a]	0.09[a]	0.08[b]	0.07[b]	0.16[a]
DFIBOR2					–0.06[c]	–0.04	–0.04		0.03
DFIBOR3					0.04				0.07[b]
DDISK	–0.11								
DDISK1	0.41[a]	0.39[a]	0.36[a]	0.46[a]	0.32[a]	0.32[a]	0.31[a]	0.30[a]	
DDISK2	–0.05								
DDISK3	–0.04								
R^2	0.32	0.32	0.31	0.28	0.42	0.42	0.42	0.41	0.20
DW	1.92	1.90	1.88	1.50	3.29	3.31	3.29	3.27	3.17
AIC	–2.00	–2.00	–2.00	–1.95	–3.21	–3.21	–3.21	–3.21	–2.90
SC	–1.93	–1.95	–1.96	–1.93	–3.14	–3.15	–3.16	–3.17	–2.84
F	31.08[a]	51.44[a]	76.56[a]	129.50[a]	48.25[a]	59.59[a]	78.82[a]	116.98[a]	71.90[a]

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 6

Kausalitätstest V

	DKKK	DKKK	DKKK	DKKK	DDISK	DDISK	DDISK
C	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DKKK					0.02		0.30[a]
DKKK1	0.05	0.07			–0.03	–0.02	0.09
DKKK2	0.08	0.06			–0.11[b]	–0.11[b]	–0.03
DKKK3	0.19[a]	0.18[a]			0.13[a]	0.13[a]	0.17[a]
DDISK	0.02		0.03				
DDISK1	0.24[a]	0.25[a]	0.27[a]	0.29[a]	0.32[a]	0.33[a]	
DDISK2	0.06		0.13[a]	0.13[a]			
DDISK3	–0.08		0.02				
R^2	0.39	0.39	0.36	0.37	0.42	0.42	0.18
DW	2.15	2.18	2.00	1.99	3.36	3.36	2.22
AIC	–3.15	–3.16	–3.11	–3.12	–3.21	–3.22	–2.88
SC	–3.06	–3.10	–3.05	–3.09	–3.14	–3.16	–2.82
F	31.46[a]	54.15[a]	47.51[a]	95.42[a]	48.75[a]	61.08[a]	19.38[a]

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Tabelle 7

Kausalitätstest VI

	DUM-LAUF	DUM-LAUF	DUM-LAUF	DDISK	DDISK	DDISK	DDISK	DDISK	DDISK	DDISK	DDISK
C	–0.01	–0.01	–0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
DUMLAUF						0.01				0.20[a]	0.20[a]
DUMLAUF1	0.45[a]	0.46[a]				0.08	0.08	0.07	0.05	0.17[b]	0.18[a]
DUMLAUF2	–0.17[a]	–0.20[a]				–0.08	–0.09	–0.07		0.00	
DUMLAUF3						0.04	0.04			0.12[c]	
DDISK	0.01		0.05								
DDISK1	0.13[a]	0.12[a]	0.18[a]	0.33[a]	0.33[a]	0.32[a]	0.32[a]	0.32[a]	0.32[a]		
DDISK2	–0.06		–0.05	0.01							
DDISK3	–0.07		–0.12[b]	–0.01							
R^2	0.28	0.28	0.13	0.40	0.41	0.40	0.41	0.41	0.41	0.09	0.08
DW	1.96	1.95	1.20	3.32	3.34	3.33	3.33	3.33	3.32	1.93	1.90
AIC	–3.14	–3.15	–2.96	–3.18	–3.20	–3.18	–3.19	–3.19	–3.20	–2.77	–2.77
SC	–3.06	–3.10	–2.90	–3.13	–3.18	–3.11	–3.13	–3.15	–3.16	–2.71	–2.73
F	21.91[a]	42.77[a]	13.50[a]	74.45[a]	225.85[a]	45.69[a]	57.27[a]	76.26[a]	113.39[a]	9.05[a]	15.72[a]

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Schlussfolgerungen

Bei aller Fülle von Informationen, die aus den vorstehenden tabellarischen Übersichten zu entnehmen sind, darf dennoch nur eine vorsichtige Interpretation der Ergebnisse vorgenommen werden. Die Einschränkungen im Aussagegehalt sind zunächst technischer Natur. Die hier präsentierte Analyse hat insofern (noch) vorläufigen Charakter, als eine Reihe von ergänzenden Tests bzw. Erweiterungen der Modellstruktur implementiert werden könnte. So deuten etwa die hohen Werte der DW-Statistik für die DDISK-Schätzungen auf Autokorrelation in den Residuen hin, verursacht möglicherweise durch die im Vergleich zu den anderen Größen weitgehend diskreten Veränderungen des Diskontsatzes. Ein umfassender Test auf mögliche Kointegrationsbeziehungen wäre ebenso zu erwägen wie die Überprüfung, ob etwaige Strukturbrüche im Beobachtungszeitraum die ermittelten Resultate beeinträchtigen könnten.

Tabelle 8

Kausalitätsrichtungen[20]

NACH VON	DDISK	DREPO	DFIBOR	DKKK	DUMLAUF
DDISK	k. A.	k. A.	+	+	+
DREPO	k. A.	k. A.	+/+	+/+	0
DFIBOR	+	+/+	k. A.	k. A.	k. A.
DKKK	+	+/+	k. A.	k. A.	k. A.
DUMLAUF	–	+	k. A.	k. A.	k. A.

Gleichwohl deuten die gewonnenen Erkenntnisse in eine Richtung, die von bereits vorliegenden Untersuchungen mit ähnlichen Fragestellungen vorgezeichnet wurde.[21] Mit Blick auf die zusammenfassende Tabelle 8 wird offensichtlich, dass die betrachteten Notenbankzinssätze in erheblichem Umfang von Marktzinsen beeinflusst werden. Es wird folglich die

[20] In der Tabelle bedeuten: „+" Kausalität im Sinne von Gleichung (1), „+/+" gleichzeitige Kausalität gemäß Gleichung (2), „0" kaum signifikante Koeffizienten, „–" nicht nachweisbare Kausalität und „k. A." nicht getestete Zusammenhänge.

[21] Vgl. etwa Jaenicke, 1993 oder die bereits erwähnte Arbeit von Thoma/Gray, 1998 sowie Gischer, 1994.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Skepsis gestützt, dass Auswirkungen von Zentralbankzinsänderungen auf die Marktsätze nicht eindeutig beurteilt oder gar prognostiziert werden können. Insofern bleibt a priori fraglich, ob etwa eine Erhöhung der „Leitzinsen" tatsächlich zu den finanz- bzw. realwirtschaftlichen Anpassungsreaktionen führt, die von der Zentralbank im Vertrauen auf theoretisch fundierbare Verhaltenshypothesen erwartet und intendiert werden.[22] Wenngleich die hier vorgetragenen Analyseergebnisse keine abschließende Beurteilung zinsorientierter Geldpolitik zulassen, legen sie einer der Preisniveaustabilität verpflichteten Notenbank doch nahe, den Schwerpunkt ihrer monetärer Maßnahmen in der Mengensteuerung zu setzen.

Literatur

Canzoneri, M. B./*Dellas,* H., Real interest rates and central bank operating procedures, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 42, 1998, S. 471 ff.

Deutsche Bundesbank, Reaktionen der Geldmarkt- und kurzfristigen Bankzinsen auf Änderungen der Notenbanksätze, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 48. Jg., Nr. 10, 1996, S. 33 ff.

– 50 Jahre Deutsche Mark, Monetäre Statistiken 1948–1997, 1998, CD-ROM.

– Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 52. Jg., Nr. 1, 2000.

Gischer, H., Wirkungsaussichten von Diskontpolitik im Geldmengenkonzept, in: Hipp, C. u.a. (Hrsg.), Geld, Finanzwirtschaft, Banken und Versicherungen, Karlsruhe 1994, S. 173 ff.

– Zinsen, Investitionstätigkeit und Auswirkungen der Geldpolitik auf den Unternehmenssektor, in: Hamburger Jahrbuch für Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, 43. Jahr, 1998, S. 129 ff.

Hardy, D. C., Anticipation and surprises in central bank interest rate policy – The case of the Bundesbank, in: IMF Staff Papers, Vol. 45, 1998, S. 647 ff.

Howells, P./*Hussein,* K., The endogeneity of money: evidence from the G7, in: Scottish Journal of Political Economy, Vol. 45, 1998, S. 329 ff.

Jaenicke, J., Wertpapierpensionsgeschäfte – Empirische Analyse der Wirkung des Zinstendersatzes auf die Marktzinsen, Diskussionsbeitrag Nr. 9307, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Osnabrück 1993.

Judd, J. P./*Rudebusch,* G. D., Taylor's rule and the Fed: 1970–1997, in: Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review, 98-03, 1998, S. 3 ff.

Juselius, K., Changing monetary transmission mechanisms within the EU, in: Empirical Economics, Vol. 23, 1998, S. 455 ff.

[22] Insofern geht unsere Untersuchung auch weiter als die in Deutsche Bundesbank, 1996 ausführlich beschriebene Analyse, da letztere beinahe ausschließlich die Kausalitätsrichtung von den Zentralbank- zu den Marktzinsen diskutiert.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

MacKinnon, J. G., Critical values for cointegration tests, in: Engle, R. F./Granger, C.W.J. (Hrsg.), Long-run economic relationships, Oxford 1991, S. 267 ff.

Nautz, D./*Wolters,* J., Die Entwicklung langfristiger Kreditzinssätze: Eine empirische Analyse, in: Kredit und Kapital, 29. Jg., 1996, S. 481 ff.

Neumann, M. J. M./*Weidmann,* J., The information content of German discount rate changes, in: European Economic Review, Vol. 42, 1998, S. 1667 ff.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR), Wirtschaftspolitik unter Reformdruck, Jahresgutachten 1999/2000, Bundestags-Drucksache 14/2223 vom 26. November 1999.

Taylor, J. B., Discretion vs. policy rules in practice, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39, 1993, S. 195 ff.

– The robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European central bank, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 43, 1999, S. 655 ff.

Thoma, M. A./*Gray,* J. A., Financial market variables do not predict real activity, in: Economic Inquiry, Vol. 36, 1998, S. 522 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Finanzierungsstrukturen kleiner und mittlerer Unternehmen und Geldpolitik

Von Ingrid Größl* und Peter Stahlecker**

A. Problemstellung

Die europäische Geldpolitik ist vom neuklassischen Paradigma geprägt. Expansive wie kontraktive Maßnahmen haben danach allenfalls kurzfristig Output- und Beschäftigungseffekte. Begründet wird dies mit Erwartungsirrtümern bzw. temporären Preisrigiditäten. In den USA wird das allerdings bereits seit den achtziger Jahren von Anhängern einer Transmissionstheorie bestritten, die unter der Bezeichnung „credit view" in der Literatur bekannt geworden ist. Danach könnten kontraktive geldpolitische Maßnahmen die Finanzierungssituation kleiner und mittlerer Unternehmen derart verschlechtern, dass ein sich selbst verstärkender Abschwung in Gang kommt, der als „financial accelerator" bezeichnet wird.[1] In diesem Zusammenhang spielt die unternehmerische Verschuldung im Verbund mit Indikatoren für die Qualität der Schuldnerfirmen eine herausragende Rolle.[2]

Obwohl empirische Untersuchungen bislang für Deutschland keinen „credit channel" nachweisen konnten, wäre es voreilig, die Existenz eines derartigen Transmissionskanales endgültig zu negieren.[3] Wie Bernanke/Gertler/Gilchrist (1996) zurecht betonen, erschwert die verfügbare Datenbasis einen Nachweis. Fehlspezifikationen der ökonometrischen Modelle und mitgeschleppte Identifikationsprobleme sind häufig anzutreffen. Vor allem aber stellt sich gerade für Deutschland die Frage, inwieweit Veränderungen im Finanzierungsverhalten von kleinen und mittleren Unternehmen zusammen mit beobachteten Veränderungen im Finanzsystem dazu führen, dass wir in Zukunft mit einem „credit channel" zu rechnen haben. Diese Fragestellung steht im Zentrum der folgenden Ausführungen.

---

* Hamburger Universität für Wirtschaft und Politik, HWP.

** Universität Hamburg.

[1] Vgl. hierzu Bernanke/Gertler/Gilchrist, 1996.

[2] Bernanke/Gertler, 1995 beziehen auch die Haushalte mit in die Diskussion ein.

[3] Vgl. hingegen Neuberger, 1994; Stöß, 1996; Guender/Moersch, 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Grundlage ist eine empirische Studie, die sich mit den Finanzierungsstrukturen westdeutscher Unternehmen im Zeitraum 1987–1996 befasst.[4] Das Datenmaterial lieferte eine Sonderauswertung von Jahresabschlüssen durch die Deutsche Bundesbank. Ein besonderes Interesse war in dieser Studie der Frage gewidmet, inwieweit durch das unternehmerische Verschuldungsverhalten sowohl einzelwirtschaftliche (finanzwirtschaftliche) als auch gesamtwirtschaftliche Risiken gestiegen sein könnten. Gesamtwirtschaftliche Risiken werden dabei als die Gefahr definiert, aufgrund der im Unternehmenssektor entstandenen Finanzierungsstrukturen zukünftige Wachstums- und Beschäftigungspotenziale nicht ausnutzen zu können und zudem mit verschärften Konjunkturzyklen konfrontiert zu sein.[5] Letztgenannter Aspekt steht mit der These, dass die entstandene unternehmerische Finanzierungssituation einen „credit channel" begründen könnte, in unmittelbarem Zusammenhang. In Bezug auf die Fragestellung dieses Aufsatzes heißt das: Wenn eine Gruppe von Unternehmen, die signifikant zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beiträgt, im Beobachtungszeitraum eine Erhöhung ihrer finanzwirtschaftlichen Risikoposition erfahren hat, so kann dies als Indiz dafür gewertet werden, dass für die Geldpolitik die Gefahr eines „credit channels" gestiegen ist.

Unser Beitrag ist wie folgt aufgebaut: In Abschnitt B. wird die Grundkonzeption des „credit channels" erläutert. Danach wird in Abschnitt C. eine Messgröße für das finanzwirtschaftliche Risiko vorgestellt. Abschnitt D. fasst die wesentlichen Ergebnisse unserer empirischen Studie zusammen. In Abschnitt E. werden Schlussfolgerungen für die Existenz eines „credit channels" gezogen. Besondere Aufmerksamkeit wird dabei den Eigenschaften und Entwicklungsperspektiven des deutschen Finanzsystems gewidmet.

B. Die Grundkonzeption des Credit-Channel-Ansatzes[6]

Die Transmissionstheorie des „credit channels" betrachtet sich als Komplement zum traditionellen Kreditkostenansatz. Eine wesentliche Rolle spielen dabei unvollkommene Kapitalmärkte. Sie begründen Finanzierungskonditionen, die zusätzlich zum traditionellen Zinskanal Einfluss auf den Transmissionsprozess monetärer Impulse nehmen und auf diese Weise den traditionellen Kreditkostenansatz in seinen realwirtschaftlichen Effekten verstärken.[7]

---

[4] Vgl. Größl/Stahlecker/Wohlers, 1999.

[5] Vgl. Größl/Stahlecker/Wohlers, 1999, S. 2.

[6] Einen Überblick vermitteln z.B. Bernanke/Gertler, 1995; Cecchetti, 1995; Hubbard, 1995.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

I. Kapitalmarktunvollkommenheiten, Finanzierungskonditionen und realwirtschaftliche Pläne

Folgt man dem *traditionellen Kreditkostenansatz,* so können Notenbanken die nominellen kurz- und langfristigen Zinssätze und bei vorliegenden Preisrigiditäten auch die entsprechenden Realzinssätze beeinflussen. Über eine Veränderung der zinsabhängigen gesamtwirtschaftlichen Nachfragebestandteile können auf diese Weise geldpolitische Maßnahmen Produktions- und Beschäftigungseffekte herbeiführen. Allerdings haben empirische Studien, die in den USA durchgeführt worden sind, große Probleme, einen quantitativ signifikanten Effekt geldpolitischer Maßnahmen auf diejenigen realen Langfristzinssätze festzustellen, die aus der Statistik ableitbar sind.[8] Zudem zeigen empirische Untersuchungen, dass Investitionen kaum auf diese Realzinsen, jedoch signifikant auf Faktoren wie den verzögerten Output und den Cash Flow reagieren.[9] Dies, so die Vertreter des „credit channels", weise darauf hin, dass der Transmissionsprozess geldpolitischer Impulse durch zusätzliche, über den traditionellen Kreditkostenmechanismus hinausgehende Faktoren bestimmt würde.[10] Paradigmatisch lässt sich der „credit channel" in die *Neue Keynesianische Makroökonomik* einordnen, die in Marktunvollkommenheiten eine zentrale Ursache für nichtneoklassische makroökonomische Ergebnisse sieht.[11] Während sich die meisten Beiträge auf Unvollkommenheiten der Güter- und Faktormärkte konzentrieren und hieraus Lohn- und Preisrigiditäten ableiten, stellt der „credit channel" unvollkommene Kapitalmärkte in den Mittelpunkt. Die Hauptkritik am traditionellen Kreditkostenansatz bezieht sich deshalb auf die dort vertretene Annahme, dass Unternehmungen bei ihren Finanzierungsentscheidungen mit vollkommenen Kapitalmärkten rechnen können. Ein vollkommener Kapitalmarkt wird dabei durch folgende Merkmale beschrieben:

- Es gibt weder Transaktionskosten des Marktzutritts und der Marktbenutzung noch eine steuerliche Ungleichbehandlung unterschiedlicher Finanzierungsarten.
- Gleichermaßen existieren keine Kosten des Konkurses.
- Die Informationen sind zwischen Kapitalgeber und -nehmer symmetrisch verteilt.

---

[7] Aus diesem Grund betrachten Bernanke/Gertler, 1995 die Bezeichnung „credit channel" als missverständlich, denn „... the credit channel is an enhancement mechanism, not a truly independent or parallel channel." Ebenda, S. 28.

[8] Vgl. hierzu vor allem Bernanke/Gertler, 1995.

[9] Vgl. z. B. Blinder/Maccini, 1991; Chirinko, 1993.

[10] Vgl. Bernanke/Gertler, 1995.

[11] Vgl. als Überblick Benassi/Chirco/Colombo, 1995.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Daraus lässt sich eine weitere Eigenschaft vollkommener Kapitalmärkte ableiten, nämlich die Übereinstimmung von Soll- und Habenzinssätzen.

Für eine Unternehmung heißt dies konkret:

- Da die nicht ausgeschütteten Nettogewinne zum herrschenden Kapitalmarktzins angelegt werden können, beschreibt dieser den Opportunitätskostensatz der Innenfinanzierung von Investitionen.
- Reichen die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten nicht aus, ist es der Unternehmung möglich, zum selben Kapitalmarktzins das fehlende Kapital zu beschaffen.
- Damit aber entsprechen die Opportunitätskosten der internen Finanzierung den Kosten der externen Finanzierung.

Können demnach die Unternehmen mit einem vollkommenen Kapitalmarkt rechnen, so spielen für ihre Produktions- und Investitionsentscheidungen weder die Finanzierungsstruktur noch die volumenmäßige Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln eine Rolle. Es gilt das Modigliani-Miller-Theorem.[12] Es reicht dann aus, sich auf statistisch ausgewiesene Zinssätze als entscheidende Transmissionsvariablen geldpolitischer Impulse zu konzentrieren.

Vor allem kleinere und mittlere Unternehmen sind nun allerdings mit Kapitalmarktunvollkommenheiten konfrontiert. So entstehen dieser Firmengruppe sowohl im Hinblick auf den Zugang zu Börsen als auch bei der Kapitalbeschaffung auf organisierten Finanzmärkten selbst höhere Kosten als Großunternehmen.[13] Ein Gang an die Börse lohnt sich aus diesen Gründen für einen Mittelständler in der Regel nicht.[14] Damit aber scheidet die externe Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung über die organisierten Kapitalmärkte aus. Die wesentliche Quelle für das Eigenkapital sind einbehaltene Gewinne und für das Fremdkapital der Bankkredit. Eine weitere Kapitalmarktunvollkommenheit hängt mit den fehlenden Publizitätspflichten kleiner und mittlerer Unternehmen zusammen. Informationsasymmetrien werden deshalb für diese Firmengruppe als besonders gravierend eingestuft.[15] Darüber hinaus sind kleine und mittlere Unternehmen mit einem weitaus höheren Konkursrisiko als Großunternehmen belastet. Hierfür spielt nicht nur die großen Unternehmen vielfach implizit gewährte staatliche Bestandsgarantie eine Rolle, sondern auch der im Vergleich zu großen Firmen geringe Diversifikationsgrad ihrer Aktivstruktur bei gleichzeitig höherer Kon-

---

[12] Vgl. Modigliani/Miller, 1958.

[13] Vgl. Kaufmann, 1997.

[14] Ausnahmen bilden Unternehmungen vor allem aus wachstumsintensiven Branchen.

[15] Vgl. Neus, 1991; Gerke, 1993.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

junkturabhängigkeit.[16] Unternehmenskonkurse sind jedoch für die Eigentümer nicht ohne Kosten. Im Falle einer unbeschränkten Haftung kann die Liquidation einer Unternehmung den persönlichen Ruin bedeuten. Aber auch bei beschränkter Haftung verliert der Eigentümer Vermögenswerte. Zudem kann er nicht damit rechnen, zu identischen Bedingungen ein neues Unternehmen eröffnen zu können. Diese doch gravierenden Kosten eines Konkurses legen den Grundstein für ein risikoaverses Verhalten von Unternehmungen gegenüber dem Konkurs. Dies gilt im Übrigen möglicherweise auch für die Kredit gewährenden Banken. Die mikroökonomische Begründung für den „credit channel" liefern Modelle unvollkommener Kapitalmärkte, die auf einen engen Zusammenhang zwischen realwirtschaftlichen Plänen von Unternehmen und ihrer Finanzierungssituation hinweisen. Zwei Stoßrichtungen können hierbei unterschieden werden:

- Ansätze, die asymmetrisch zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer verteilte Informationen in den Mittelpunkt ihrer Betrachtung stellen und
- Ansätze, die Risikoaversion gegenüber dem Konkurs bzw. Verlust betonen.[17]

In den meisten Beiträgen besitzt annahmegemäß die kreditnehmende Unternehmung gegenüber dem Kreditgeber einen Informationsvorsprung. Diese Informationsasymmetrie kann sowohl vor Vertragsabschluss als auch danach relevant sein. Informationsasymmetrien haben deshalb für die Gestaltung von Finanzierungskonditionen Bedeutung, weil sie Umverteilungspotenziale des Projekterlöses zugunsten des besser Informierten eröffnen. Es ist somit plausibel anzunehmen, dass der schlechter Informierte, der Kreditgeber also, bemüht sein wird, sich vor Verlusten aus Informationsasymmetrie zu schützen.

Eine Möglichkeit hierzu wurde bereits 1981 von Stiglitz und Weiss vorgeschlagen. Dem Kreditzins wird bei Informationsasymmetrie vorrangig eine Anreiz- und Sicherungsfunktion zugeschrieben. Aus diesem Grund ist er nicht länger in der Lage, eine Koordinationsfunktion zu übernehmen. Übersteigt die Kreditnachfrage das Angebot, werden die Produktionsunternehmen rationiert und müssen demzufolge ihre Produktions- und Investitionspläne „nach unten" anpassen.[18]

---

[16] Vgl. hierzu auch Anhuef, 1998.

[17] Hierzu sind allerdings vergleichsweise wenige Beiträge erschienen. Vgl. Greenwald/Stiglitz, 1988, 1993; Größl-Gschwendtner, 1993; Größl/Ketterer/Stahlecker, 1995; Größl/Stahlecker, 1998; Größl/Hauenschild/Stahlecker, 2000. Konkurskosten ohne Bezugnahme auf risikoaverses Verhalten berücksichtigen auch Bond/Meghir, 1994 bei ihrer Schätzung einer Investitionsfunktion.

[18] Zu den makroökonomischen Konsequenzen vgl. Blinder, 1987; Greenwald/Stiglitz, 1990.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Eine Alternative wird in den sogenannten *External-Finance-Premium-Ansätzen* beschrieben.[19] Dort begründet Informationsasymmetrie eine positive Differenz zwischen dem Kostensatz für Außenfinanzierung und dem Opportunitätskostensatz der Innenfinanzierung. Eine formale Begründung wird von Bernanke/Gertler/Gilchrist (1996) vorgeschlagen. Danach schützen sich die schlechter informierten Kreditgeber vor Verlusten durch eine Kreditobergrenze, die der Unternehmer in sein Optimierungskalkül hinsichtlich der Produktionshöhe einbezieht. Bindet die Kreditobergrenze, heißt dies, dass die Firma gegenüber dem Fall vollständiger Eigenfinanzierung durch einbehaltene Cash Flows eine Gewinneinbuße erfährt, die als Zusatzkosten der Außenfinanzierung bezeichnet wird.[20] Obwohl es nicht explizit modelliert wird, lässt sich aus den Ausführungen der Autoren schließen, dass eine derartige Kreditobergrenze von Bonitätsindikatoren abhängt, die die Bank im Rahmen ihrer Kreditwürdigkeitsprüfung ermittelt. Diese Indikatoren werden aus der Bilanz bzw. G.u.V.-Rechnung abgeleitet und zur sogenannten finanziellen Position zusammengefasst. Für die finanzielle Position wird schnell liquidisierbaren Aktiva, dem Cash Flow, ferner den besicherbaren langfristigen Aktiva eine besondere Bedeutung beigemessen. In empirischen Untersuchungen analysiert man auch die sogenannte Deckungsquote, die darüber Auskunft gibt, wie hoch der Anteil der Zinszahlungen ist, die aus dem laufenden Cash Flow abzüglich konkurrierender Zahlungsverpflichtungen zu leisten sind.[21]

Die Differenz zwischen dem, was die Außen- im Vergleich zur Innenfinanzierung kostet – die „external finance premium" – ist negativ mit der finanziellen Position korreliert. Wohlbemerkt basiert dieser Ansatz nicht auf Kreditrationierung. Z.B. wird im Ansatz von Bernanke/Gertler/Gilchrist (1996) der Kreditzins den Marktkräften überlassen. Er wird also nicht eingesetzt, um eine Negativauslese bzw. ein moralisches Wagnis auf Seiten des Schuldners zu begründen.

Einige wenige Beiträge stellen nicht auf asymmetrisch verteilte Informationen ab, sondern gehen davon aus, dass Kreditgeber oder Kreditnehmer risikoavers gegenüber Verlusten bzw. dem Konkurs sind und somit das Konkursrisiko für die Bestimmung des Kreditangebotes und der Produktionspläne wichtig ist. So kann Risikoaversion gegenüber Verlusten aus dem Kreditgeschäft eine Bank dazu bewegen, ihrem Kreditkunden eine Kreditobergrenze zu setzen, die vom Kreditzins selbst unabhängig ist, hingegen auf das besicherbare Vermögen reagiert.[22] Risikoaversion gegenüber dem

---

[19] Vgl. Bernanke/Gertler, 1995; Bernanke/Gertler/Gilchrist, 1996.

[20] Im Sinne von Jensen/Meckling, 1976 handelt es sich hierbei um Agenturkosten.

[21] Vgl. Bernanke/Gertler, 1995.

[22] Vgl. Größl/Gschwendtner, 1993; Größl/Ketterer/Stahlecker, 1995.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Konkurs kann eine Unternehmung dazu veranlassen, ihren Produktions- und Faktornachfrageentscheidungen nicht nur das Ziel der Maximierung des erwarteten Cash Flows zugrunde zu legen, sondern zusätzlich die Minimierung des erwarteten Kreditausfalls[23] bzw. der erwarteten Konkurskosten[24] anzustreben, um auf diese Weise die Konkursgefahr einzudämmen. Über die Bestimmungsfaktoren des erwarteten Kreditausfalls bzw. der erwarteten Konkurskosten wird der optimale Produktionsplan vom (realen) Cash Flow und in einigen Ansätzen darüber hinaus auch von laufenden und erwarteten Güterpreisen abhängig.[25]

Transaktionskosten, Informationsasymmetrien und Risikoaversion gegenüber dem Konkurs (Verlust) führen dazu, dass die Finanzierungsalternativen unvollständig substitutiv werden und somit einander nicht vollständig ersetzen können. Die Innenfinanzierungsmöglichkeiten sind aufgrund der Ertragssituation bzw. der Dividendenverpflichtungen begrenzt. Andere Finanzierungsmöglichkeiten kommen als Ergänzung nicht in Frage, wenn sie rationiert werden bzw. eine Kapitalobergrenze binden. Aus den genannten Gründen gewinnt der Cash Flow als Basis für die Selbstfinanzierung neben Bestimmungsfaktoren der finanziellen Position der Produktionsunternehmung zusätzlich zu den sogenannten „neoklassischen" Zinssätzen für die Produktions- und Investitionsentscheidungen an Bedeutung.[26]

II. Konsequenzen für die Geldpolitik

Im Zentrum des Credit-Channel-Ansatzes steht die These, dass geldpolitische Maßnahmen Einfluss auf die „external finance Premium" nehmen bzw. Kreditrationierung auslösen können. Dabei nimmt die Geldpolitik in den meisten Beiträgen lediglich auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, nicht aber auch auf das Angebot Einfluss. Maßgeblich für die Nachfrageeffekte ist jedoch nicht nur derjenige Realzins, den erstklassige Schuldner auf organisierten Kapitalmärkten entrichten müssen. Quantitativ größere Bedeutung haben andere Faktoren, die eng mit den Indikatoren für die Kreditwürdigkeit des Produktionsunternehmens (*„balance sheet channel"*) bzw. der finanziellen Situation der kreditgebenden Bank zu tun haben (*„bank lending channel"*). In dieser Hinsicht verstärkt der Kreditkanal die Zinseffekte des traditionellen Kreditkostenmechanismus.

Zur Veranschaulichung betrachten wir zunächst den *„balance sheet channel"*.[27] Danach verändern geldpolitische Maßnahmen die finanzielle Posi-

[23] Vgl. Größl/Stahlecker, 1998; Größl/Hauenschild/Stahlecker, 2000.
[24] Vgl. Greenwald/Stiglitz, 1988 und 1993.
[25] Vgl. Größl/Stahlecker, 1998; Größl/Hauenschild/Stahlecker, 2000.
[26] Vgl. Bernanke/Gertler/Gilchrist, 1996.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tion des Schuldners. Steigen z.B. die realen Kurzfristzinsen, nimmt die Zinsbelastung der Unternehmen aus kurzfristigen Verbindlichkeiten zu und der Cash Flow in entsprechender Weise ab. Der Zinsanstieg senkt zugleich den Barwert liquider Aktiva und verschlechtert dadurch das besicherbare Vermögen. Als Verstärker des traditionellen Kreditkostenmechanismus wirkt dabei vor allem eine kontraktive Geldpolitik. Aufgrund einer schlechteren finanziellen Position derjenigen Schuldner, deren Bonitätsindikatoren gewissen Standards nicht mehr genügen, steigt die „external finance premium".[28] Diese Firmen, deren Selbstfinanzierungsmöglichkeiten ja bereits durch den verminderten Cash Flow beeinträchtigt worden sind, werden daraufhin ihre Investitionsausgaben senken. Besonders sind hiervon Lagerinvestitionen betroffen.[29] Wie stark dadurch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zurückgeht, hängt von der Größe der betroffenen Unternehmen ab. Wichtig dabei ist, dass Firmen besserer Qualität die Nachfrageausfälle der schwächeren Unternehmen angesichts der gesamtwirtschaftlichen Situation nicht kompensieren werden. Eine maßgebliche Rolle dürfte auch spielen, in welchem Umfang durch Kreditketten zwischen Produktionsunternehmungen „finanzielle Komplementaritäten" entstehen. Zu einem finanziellen Akzelerator kann es nun auf folgende Weisen kommen:

- Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage senkt den Cash Flow der Firmen abermals und löst über die bereits erläuterten Faktoren einen weiteren Nachfragerückgang aus.[30]
- Rückläufige Aktivapreise senken den Realwert des besicherbaren Vermögens.[31]

Geldpolitische Maßnahmen, deren unmittelbare Wirkung ausschließlich darin besteht, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu verändern, lösen allerdings nur dann Output- und Beschäftigungseffekte aus, wenn Erwartungsirrtümer oder Preisrigiditäten vorliegen. Kapitalmarktunvollkommenheiten verstärken in diesem Zusammenhang die realwirtschaftlichen Effekte geldpolitischer Maßnahmen und die Anpassungsdauer steigt.

Nicht unerwähnt sollen deshalb Ansätze bleiben, in denen Outputeffekte der Geldpolitik unabhängig davon abgeleitet werden, ob Preise rigide sind oder nicht. Zentrale Bedeutung hat hierbei Risikoaversion der Produktionsunternehmung gegenüber dem Konkurs. Ihr zufolge kann die Güterangebotskurve auch langfristig eine positive Steigung erhalten. Zudem ist denk-

---

[27] Vgl. Bernanke/Gertler, 1995.

[28] Vgl. ebenda, S. 28, ferner Bernanke/Gertler/Gilchrist, 1996, S. 5.

[29] Vgl. Kashyap/Lamont/Stein, 1994.

[30] Vgl. Bernanke/Gertler, 1989.

[31] Dies ist der Inhalt der Debt-Deflation-Theorie von I. Fisher, 1933. Vgl. ferner Kiyotaki/Moore, 1995.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

bar, dass geldpolitische Maßnahmen unmittelbar auf die Lage der Güterangebotskurve Einfluss nehmen[32].

In den USA wird neben dem *„balance-sheet-channel"* diskutiert, inwieweit eine kontraktive Geldpolitik auch die Qualität der Banken in ihrer Position als Schuldner beeinflusst. Dies ist das Thema des sogenannten *„bank-lending-channels"*.[33] Durch höhere Kreditausfälle und ein dadurch bedingtes gesunkenes Eigenkapital können sich auch die Refinanzierungsbedingungen der Banken im Publikum verschlechtern. Dies gilt vor allem für jene Refinanzierungsquellen, die keiner Einlagensicherung unterliegen. Weitere das Kreditangebot restriktiv beeinflussende Maßnahmen können von Eigenkapitalvorschriften herrühren, die gerade bei einem gestiegenen Risiko im Aktivgeschäft ihre volle Bindungskraft entfalten.[34] Auch der *„bank lending channel"* führt auf diese Weise zu Finanzierungsrestriktionen, denen vor allem kleinere Unternehmungen nicht ausweichen können.

C. Unternehmerisches Verschuldungsverhalten und finanzwirtschaftliches Risiko[35]

Im Folgenden soll mit Hilfe einer empirischen Analyse des Finanzierungsverhaltens deutscher Unternehmen zwischen 1987 und 1996 untersucht werden, inwieweit daraus für die Geldpolitik ein Risiko entstanden ist, mit Maßnahmen, die auf Preisstabilität ausgerichtet sind, aufgrund eines Kreditkanals anhaltende unerwünschte realwirtschaftliche Effekte auszulösen. Dieses Risiko basiert wiederum maßgeblich auf einzelwirtschaftlichen Risiken, die im Zusammenhang mit der Finanzierungsstruktur entstanden sind.

Wie Risiko definiert und gemessen werden sollte, hängt vom zugrunde liegenden Problem ab. Wenn eine Unternehmung einen Kredit aufnimmt, dann verpflichtet sie sich zu Zins- und Tilgungszahlungen, denen unabhängig von der Einnahmensituation zu entsprechen ist. Allerdings ist die Höhe der zukünftigen Einnahmen nicht bekannt. Daraus würde kein Problem entstehen, wenn der Schuldner sicher sein könnte, dass der Gläubiger stets bereit ist, zu unveränderten Konditionen Kredite zu verlängern bzw. aufzustocken. Davon kann der Schuldner aus guten Gründen nicht ausgehen. Vielmehr muss er damit rechnen, dass ein Kreditgeber, der eine Verschlechterung in der Qualität seines Schuldners wahrnimmt, Maßnahmen

---

[32] Vgl. Größl/Stahlecker, 1998; Größl/Hauenschild/Stahlecker, 2000.

[33] Vgl. z. B. Kashyap/Stein, 1995.

[34] Vgl. Bernanke/Gertler/Gilchrist, 1995.

[35] Die folgenden Ausführungen basieren auf Größl/Stahlecker/Wohlers, 1999, S. 8–11.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ergreift, die seinen Kreditausfall minimieren, jedoch für den Schuldner unerwünschte Konsequenzen haben. Das finanzwirtschaftliche Risiko eines Schuldners kann deshalb als die Gefahr definiert werden, dass sich seine Kreditwürdigkeit spürbar verschlechtert bzw. er sogar zahlungsunfähig wird und der Kreditgeber entsprechende Maßnahmen ergreift. Höhere Risikoprämien, eine Kürzung von Kreditlinien oder Kreditrationierung werden die Schuldnerfirma zu einer Anpassung ihrer Produktions- und Investitionspläne zwingen. Denkbar ist aber auch, dass der Gläubiger bei Insolvenz einen Reorganisationsprozess in Kraft setzt, der für die Schuldnerfirma mit einem Verlust an Entscheidungsbefugnissen verbunden ist. Im Extremfall wird die Firma liquidiert.

Um das finanzwirtschaftliche Risiko zu messen, liegt es nahe, aussagekräftige Kennzahlen aus der Bilanz und der G.u.V.-Rechnung zu entwickeln. Wie Ansätze zum Kreditkanal betonen, ist es allerdings unrealistisch anzunehmen, dass Gläubiger mit jeder Verschlechterung derartiger Kennzahlen gleich eine verminderte Qualität des Schuldners verbinden. Eher werden Gläubiger dann reagieren, wenn die Bonitätskennziffern bestimmte Schwellenwerte über- oder unterschreiten, je nachdem, wie die einzelne Kennzahl definiert wird. Bei entsprechender Definition der Kennziffern lässt sich somit das finanzwirtschaftliche Risiko einer Schuldnerfirma durch die Wahrscheinlichkeit messen, dass einzelne Bilanz- und G.u.V.-Kennzahlen oder ein Bündel davon kritische Schwellenwerte übersteigen. Hinter einem kritischen Schwellenwert steht dabei eine Kreditausfallwahrscheinlichkeit, die der Gläubiger nicht zu akzeptieren bereit ist. Maßgeblich für die Höhe kritischer Schwellenwerte sind nicht nur firmenspezifische Charakteristika, z. B. die Haftungssituation, das Firmenalter, die Branche und die Konjunkturabhängigkeit, sondern auch Faktoren, die in der Situation des Gläubigers selbst begründet liegen. So zeigen Größl/Stahlecker (1995), dass Risikoobergrenzen der Bank auch durch die Renditen alternativer Anlagen bestimmt werden können. Zu beachten ist ferner die Fähigkeit des Gläubigers, Kreditausfälle verkraften zu können, ohne selbst insolvent zu werden. Gerade im Zusammenhang mit der Position des Gläubigers spielen Eigenschaften des Finanzsystems einer Volkswirtschaft wie das Bankensystem, die staatliche Regulierung und hier vor allem Eigenkapitalnormen und das herrschende Insolvenzrecht eine wichtige Rolle. Darauf wird in Abschnitt E. vertiefend eingegangen.

Zur Veranschaulichung des Risikomaßes nehmen wir eine repräsentative Firma an und betrachten eine Situation, in der das finanzwirtschaftliche Risiko vollständig durch eine einzelne Kennziffer, definiert als Verhältniszahl, beschrieben wird. Ein Beispiel hierfür ist der Verschuldungsgrad. Das finanzwirtschaftliche Risiko, $R_{y(t),c}$, das auf einer einzelnen Kennziffer $y(t)$ basiert, wobei t den Zeitindex abbildet, wird durch die Wahrscheinlich-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

keit gemessen, mit der $y(t)$ einen kritischen Schwellenwert, c, übersteigt. Es gilt also:

$$R_{y(t),\,c} = Pr(y(t) > c) = 1 - F_{y(t)}(c).$$

Pr bezeichnet dabei das Wahrscheinlichkeitsmaß und $F_{y(t)}$ die Verteilungsfunktion. Das finanzwirtschaftliche Risiko hängt von folgenden Faktoren ab:

- Vom Erwartungswert $E[y(t)]$ als Lageparameter,
- von der Varianz $\mathrm{Var}[y(t)]$ und möglicherweise höheren Momenten der Wahrscheinlichkeitsverteilung,
- vom kritischen Schwellenwert, c.

Da es keinen direkten Weg gibt, den kritischen Schwellenwert unmittelbar zu messen, sind wir auch nicht in der Lage, den absoluten Wert des finanzwirtschaftlichen Risikos zu bestimmen. In der zugrunde liegenden empirischen Untersuchung haben wir deshalb konstante kritische Schwellenwerte unterstellt. Unter dieser Annahme war es möglich zu untersuchen, ob und in welche Richtung sich das finanzwirtschaftliche Risiko im Zeitablauf verändert hat, gemessen durch Trends in den Lageparametern und der Varianz. Allerdings lagen uns nur aggregierte Daten vor. Insofern mussten wir uns auf Trends in den Lageparametern beschränken. Hierbei hatten wir i.d.R. die Kennziffern so definiert, dass positive Trends auf ein gestiegenes finanzwirtschaftliches Risiko hindeuten.[36]

D. Die Entwicklung von Finanzierungskennziffern westdeutscher Unternehmen zwischen 1987 und 1996[37]

Die empirische Analyse basiert auf einer Sonderauswertung der Bilanzstatistik durch die Deutsche Bundesbank. Sie umfasst einen vergleichbaren Kreis von 19217 Unternehmungen aufgegliedert nach 8 Größenklassen.[38] Kleinere und mittlere Unternehmungen weisen einen Jahresumsatz unter 100 Mio. DM auf.[39] Große Unternehmen zeichnen sich dementsprechend

[36] Natürlich ist es realistischer, das finanzwirtschaftliche Risiko durch eine Konvexkombination aus mehreren Kennziffern zu berechnen. In diesem Fall hängt die Entwicklung des finanzwirtschaftlichen Risikos eng damit zusammen, ob individuelle Kennziffern gefunden werden können, die sich in dieselbe Richtung bewegen.

[37] Vgl. Größl/Stahlecker/Wohlers, 1999.

[38] Vgl. ebenda. Die Autoren berücksichtigen ferner Rechtsformunterschiede. Da sie für die vorliegende Fragestellung keine Bedeutung haben, werden sie im Folgenden ignoriert.

[39] Das Institut für Mittelstandsforschung nimmt als weiteres Kriterium die Beschäftigtenzahl. Danach werden kleinere und mittlere Unternehmen durch einen Jah-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

durch einen Jahresumsatz von mindestens 100 Mio. DM aus. Als Großunternehmen haben wir Firmen mit einem Jahresumsatz von mindestens 500 Mio. DM abgegrenzt.

Wir haben die zeitliche Entwicklung von Kennziffern aus der Bilanz und G.u.V-Rechnung untersucht. Die Kennziffern sind dabei als Verhältniszahlen ermittelt worden. Grundlage waren lineare Trendmodelle. Als Null-Hypothese wurde getestet, dass die Kennziffern keinem Trend gefolgt sind. Außerdem wurde geprüft, ob es Größenklassenunterschiede gibt. Als signifikant galten Testergebnisse mit einer Irrtumswahrscheinlichkeit unter 10%. Das lineare Trendmodell $y(t)$

$$Y(t) = \beta_0 + \beta_1 t + u_t$$

setzt sich aus dem Lageparameter $\beta_0 + \beta_1 t$ und dem Störterm u_t zusammen. Für den Störterm gelten die Standardannahmen.[40]

Um die Entwicklung des finanzwirtschaftlichen Risikos von Unternehmen zu erfassen, haben wir eine größere Fülle von Bilanz- und G.u.V.-Kennziffern herangezogen, als dies im Credit-Channel-Ansatz üblich ist. Die Bilanzkennziffern beziehen sich sowohl auf die Struktur der Aktiva als auch der Passiva. Außerhalb der Modigliani-Miller-Welt sind beide Bilanzseiten simultan zu betrachten, um die finanzielle Risikoposition einer Unternehmung hinreichend gut zu bewerten. Zudem demonstriert eine simultane Betrachtung beider Bilanzseiten, in welchem Umfang Kreditketten entstanden sein könnten, die finanzielle Akzelerationswirkungen adverser makroökonomischer Schocks oder kontraktiver geldpolitischer Maßnahmen verschärfen.

Jede Vermögensstrukturkennziffer ist als Anteil an der gesamten Bilanzsumme definiert. So reflektiert die Sachvermögensquote das Verhältnis zwischen der Summe aus Sachanlagen und Vorräten an der Bilanzsumme. Nimmt man aktive Rechnungsabgrenzungsposten heraus, ergänzt sich die Sachvermögensquote mit der Forderungsvermögensquote zu eins. Bei den Forderungen haben wir dabei grob zwischen Beteiligungen und der Summe aus sonstigen Wertpapieren, Forderungen aus Lieferungen und Leistungen und Kassenbeständen unterschieden. Die Trendberechnungen zeichnen das folgende Bild:

- Über alle Größenklassen hinweg haben die Unternehmen eine Umstrukturierung ihrer Aktiva zu Lasten des Sach- und zugunsten des Forderungsvermögens vorgenommen.

---

resumsatz unter 100 Mio. DM und eine Beschäftigtenzahl unter 500 Arbeitnehmern charakterisiert. Vgl. Hauser, 1998, S. 3.

[40] Zur Qualität der Schätzergebnisse vgl. die Diskussion in Größl/Stahlecker/Wohlers, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- Für alle Unternehmen kann diese Entwicklung durch einen Aufbau von Beteiligungen und einen Abbau von Vorräten erklärt werden.
- Die jährliche trendmäßige Veränderung fällt für große stärker als für kleine und mittlere Unternehmen aus.

Wie diese Umstrukturierung zugunsten von Beteiligungen die finanzwirtschaftliche Risikoposition von Unternehmen beeinflusst, ist ohne zusätzliche Informationen schwierig zu beantworten. Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Qualität der Zielunternehmung und ferner die Frage, ob durch den Beteiligungserwerb oder die Übernahme einer Firma der Diversifikationsgrad der Aktiva erhöht oder gesenkt wird. Eine endgültige Bewertung ist ohnehin nur unter Einbeziehung der Finanzierungsstrukturen möglich, denen wir uns nun zuwenden.

Die Passivseite der Unternehmensbilanzen setzt sich aus den Eigenmitteln und den Fremdmitteln zusammen. Bei Personengesellschaften und Einzelfirmen entsprechen die Eigenmittel dem Eigenkapital, bei Kapitalgesellschaften setzen sie sich aus dem Grundkapital und den offenen Rücklagen zusammen. Folgt man den Berechnungen, so hat sowohl die Eigenmittelquote, definiert als Anteil der Eigenmittel an der Bilanzsumme bei den kleinen und mittleren als auch bei den größten Unternehmen trendmäßig signifikant abgenommen. Diese Entwicklung wurde durch einen steigenden Verschuldungsgrad begleitet. Die Entwicklung der Struktur der Eigenmittel macht insbesondere deutlich, wie Unternehmen ihre sinkenden Eigenmittel kompensiert haben. Unterschieden wurde dabei zwischen kurz- und langfristigen Verbindlichkeiten[41], Verbindlichkeiten gegenüber Banken und Beteiligungsunternehmen und schließlich Rückstellungen. Großunternehmen haben ihre rückläufigen Eigenmittel vor allem durch den Aufbau von Rückstellungen kompensiert. Kleinere Unternehmen haben dagegen vor allem Verbindlichkeiten aufgebaut. Bei einer Bewertung dieser unterschiedlichen Entwicklung sei daran erinnert, dass Rückstellungen nur zum Teil der Risikovorsorge dienen und somit zum Eigenkapital gerechnet werden können. Dominierende Bedeutung haben vielmehr Pensionsrückstellungen, die zukünftige Zahlungsverpflichtungen verbriefen.

Bei der Betrachtung der Fristigkeit von Verbindlichkeiten zeigte sich, dass vor allem in der Gruppe der großen Unternehmen eine Umstrukturierung zugunsten kurzfristiger Verbindlichkeiten stattgefunden hat. Sehr uneinheitlich ist dagegen das Bild bei den kleinen und mittleren Unterneh-

[41] Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Bilanzstatistik lediglich formale Fristigkeiten berücksichtigt. Grundsätzlich bestimmt die Bundesbank die Fristigkeit von Verbindlichkeiten in Abhängigkeit von ihrem ökonomischen Zweck. Werden formale Fristen angegeben, so wird die Restlaufzeit berücksichtigt. Liegt diese über einem Jahr, liegen annahmegemäß langfristige Verbindlichkeiten vor.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

men. Ein Anstieg der Quote kurzfristiger Verbindlichkeiten bei gleichzeitig fehlendem Trend für die langfristigen Verbindlichkeiten ist für die Gruppe der Unternehmen mit einem Jahresumsatz zwischen 25 und 100 Mio. DM zu beobachten.

Neben der Fristigkeit ist für die Struktur der Verbindlichkeiten auch bedeutsam, wer als Gläubiger fungiert. Hierbei zeigte sich, dass der Anteil der Verbindlichkeiten gegenüber Beteiligungsunternehmen über alle Größenklassen hinweg zugenommen hat. Kleine und mittlere Unternehmen haben zudem auch ihre Bankverbindlichkeiten erhöht. In der Gruppe großer Unternehmen kann hingegen eine Umstrukturierung zu Lasten von Bankverbindlichkeiten festgestellt werden.

Als Zwischenfazit können wir festhalten: Alle Unternehmen haben im Beobachtungszeitraum ihre Beteiligungsquote zu Lasten der Sachvermögensquote ausgedehnt. Bei kleinen und mittleren Unternehmen wurde diese Entwicklung durch eine rückläufige Eigenmittelquote und einen steigenden Verschuldungsgrad begleitet. Betroffen waren davon Rückstellungen und vor allem kurzfristige Verbindlichkeiten sowohl gegenüber Beteiligungsunternehmen als auch Banken. Großunternehmen konnten ihre Eigenmittelquote und den Verschuldungsgrad im Wesentlichen konstant halten. Allerdings haben sie signifikante Umstrukturierungen ihrer Fremdmittel vorgenommen. Tendenziell ist die steigende Beteiligungsquote von einer höheren Rückstellungsquote und einer höheren Quote kurzfristiger Verbindlichkeiten gegenüber Beteiligungsunternehmen begleitet worden.

Inwieweit eine gesunkene Eigenmittelquote bzw. ein relativer Anstieg kurzfristiger Verbindlichkeiten ein höheres finanzwirtschaftliches Risiko begründen, hängt letztendlich davon ab, wie sich die Einnahmen der betroffenen Firmen im Vergleich zu den Ausgaben entwickeln und welche Rolle hierbei der Kapitaldienst spielt. Um Informationen darüber zu erhalten, haben wir die Bilanzkennziffern durch Verhältniszahlen aus der G.u.V.-Rechnung, sogenannte Deckungsquoten, ergänzt. Z.B. zeigt das Verhältnis zwischen den Verbindlichkeiten und dem Cash Flow, wie lange es ceteris paribus dauern würde, bis die Kreditsumme einschließlich der Zinsen – bei voller Verwendung des Cash Flows zur Tilgung – abgetragen ist. Ein Anstieg dieser freilich nur potenziellen Tilgungsdauer weist darauf hin, dass sich die Fähigkeit der Schuldnerfirma, Verbindlichkeiten aus laufenden Cash Flows zu tilgen, verschlechtert hat. Darüber hinaus haben wir Deckungsquoten berechnet, die zeigen, wie sich feste Zahlungen in Relation zu marktbestimmten und von daher unsicheren Einzahlungen entwickelt haben. Hierzu haben wir einzelne Ausgabenkategorien zum laufenden Cash Flow zuzüglich der betrachteten Ausgabe selbst ins Verhältnis gesetzt. Die so definierten Deckungsquoten demonstrieren, in welchem Umfang Einnahmen, die noch nicht durch verbleibende feste Zahlungen beansprucht worden

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sind, verwendet werden müssen, um die betrachtete Zahlungsverpflichtung zu erfüllen. Wir haben dabei nicht nur Zinszahlungen, sondern zusätzlich Löhne und Gehälter und fällige Steuern berücksichtigt, denn die Fähigkeit einer Firma, ihre Schulden zu bedienen, hängt bei gegebenen Einnahmen letztendlich von allen anderen festen Zahlungsverpflichtungen ab.

Wir fanden, dass dem anfänglichen Verhältnis zwischen den gesamten Verbindlichkeiten und dem Cash Flow bei Großunternehmen einer potenziellen Tilgungsdauer von ca. drei Jahren entsprach und kontinuierlich auf bis zu ca. sechs Jahre für die kleinsten Unternehmen anstieg. Von diesem Niveau aus ist die potenzielle Tilgungsdauer der Gesamtverbindlichkeiten über alle Größenklassen hinweg angestiegen. Bei Großunternehmen kann diese Entwicklung vollständig auf Kurzfristverbindlichkeiten zurückgeführt werden, während sich für kleine und mittlere Unternehmen die Cash-Flow-Deckung sowohl für kurz- und langfristige Verbindlichkeiten verschlechtert hat.

Die Zinsdeckungsquote bringt zum Ausdruck, in welchem Umfang Einnahmen, die nach Abzug aller anderen festen Auszahlungen übrig bleiben, verwendet werden müssen, um den Zinsendienst zu leisten. Bei allen kleineren und mittleren Unternehmen mit einem Jahresumsatz unter 50 Mio. DM ist sie gestiegen. Auch die Lohndeckungsquote ist für kleinere und mittlere Unternehmen gestiegen, während die großen Unternehmen im Wesentlichen in der Lage waren, sie zu stabilisieren. Die Steuerdeckungsquote ist hingegen für alle Größenklassen gesunken. Nimmt man hier allerdings das Jahresergebnis als Bezugsgrundlage, kann ein Rückgang nur für große Unternehmen festgestellt werden. Diese Ergebnisdivergenzen bei unterschiedlichen Bezugsgrundlagen weisen darauf hin, dass vor allem kleinere und mittlere Unternehmen ihre Abschreibungen ausgeweitet haben.

E. Implikationen für die Geldpolitik

Die empirische Bestandaufnahme weist auf ein gestiegenes finanzwirtschaftliches Risiko vor allem für die Gruppe der kleineren und mittleren Unternehmen hin. Diese These wird dadurch gestützt, dass sich die meisten der untersuchten Kennziffern aus der Bilanz und der G.u.V.-Rechnung im Untersuchungszeitraum verschlechtert haben. Kleinere und mittlere Unternehmen leisten einen bedeutsamen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Ungefähr die Hälfte der Bruttowertschöpfung stammt aus dieser Unternehmensgruppe. Dort werden mehr als zwei Drittel aller Arbeitnehmer beschäftigt und werden über 40% aller Bruttoinvestitionen getätigt.[42] Im Folgenden wird diskutiert, inwieweit hieraus für die Geldpolitik ein Ri-

[42] Vgl. Hauser, 1998.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

siko erwächst, durch Maßnahmen, die vorrangig auf die Stabilisierung der Preisniveauentwicklung ausgerichtet sind, anhaltende realwirtschaftliche Effekte auszulösen. Grundlage ist die folgende Überlegung. Weisen die Finanzierungsstrukturen kleinerer und mittlerer Unternehmen auf eine gestiegene Wahrscheinlichkeit dafür hin, dass einzelne oder eine Kombination aus mehreren Bonitätsindikatoren ihre kritischen Schwellenwerte übersteigen, so hat damit auch die Wahrscheinlichkeit für einen „credit channel" zugenommen. Es ist dann davon auszugehen, dass sich durch eine kontraktive Geldpolitik die finanzwirtschaftliche Risikoposition kleinerer und mittlerer Unternehmen zusätzlich verschlechtert und damit verbunden die Zahl derjenigen Firmen steigt, die mit ihren Kennzahlen die Schwellenwerte erreichen oder übersteigen. Wie daraufhin die gesamtwirtschaftliche Nachfrage reagiert, hängt vor allem davon ab, wie gesamtwirtschaftliche Investitionsausgaben mit Veränderungen in der finanzwirtschaftlichen Risikoposition zusammenhängen. Darauf wird im Rahmen eines empirischen Ansatzes im nächsten Abschnitt eingegangen. Allerdings hängt die Gefahr, mit geldpolitischen Maßnahmen anhaltende unerwünschte realwirtschaftliche Effekte auszulösen, nicht nur von der Entwicklung von Bonitätsindikatoren ab. Bedeutsam ist auch die Entwicklung der kritischen Schwellenwerte. In Abschnitt E.2. wird gezeigt, wie darauf die Eigenschaften und Entwicklungsperspektiven des deutschen Finanzsystems einen wichtigen Einfluss haben.

I. Investitionen und finanzwirtschaftliches Risiko

Insbesondere in den USA und in Großbritannien sind mittlerweile viele theoretische und empirische Beiträge erschienen, die sich mit dem Zusammenhang von Investitionen und Finanzierung bei vorliegenden Informationsasymmetrien bzw. Konkurskosten befassen.[43] Hierbei hat sich die Auffassung durchgesetzt, dass Kapitalmarktunvollkommenheiten eine Finanzierungshierarchie („finance pecking order") begründen. Danach ist die Innenfinanzierung die billigste Alternative, gefolgt von der Kreditfinanzierung. Das Schlusslicht bildet die externe Beschaffung von Eigenkapital. Diese Finanzierungshierarchie wird als Ursache dafür angesehen, dass Investitionsausgaben durch die Möglichkeiten der Innenfinanzierung bestimmt werden, wobei als Maßgröße dafür häufig der Cash Flow gewählt wird. Die formalen Ansätze gehen allerdings mehrheitlich von börsennotierten Unternehmen aus. Als Zielsetzung wird die Maximierung des erwarteten Gegenwartswertes aller zukünftiger Cash Flows unterstellt. Die Wahl der Finanzierungsstruktur ist in diesen Modellen vor allem ein Kosten- aber kein

[43] Vgl. Fazzari/Athey, 1987; Fazzari/Hubbard/Petersen, 1988; Bond/Meghir, 1994; Carpenter/Fazzari/Petersen, 1998; Hu/Schiantarelli, 1998 und als Bestandsaufnahme Hubbard, 1998.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Verfügbarkeitsproblem. Die spezifische Situation mittelständischer Unternehmen bleibt somit unberücksichtigt.

Mittelständische Unternehmen sind insbesondere mit dem Verfügbarkeitsproblem konfrontiert. Hohe Zugangsbarrieren für die Börse, aber auch unzureichende Möglichkeiten, Pensionsrückstellungen zu bilden, rücken den Cash Flow und den Bankkredit als wichtigste Finanzierungsquellen in den Mittelpunkt. Ein wichtiges Motiv für (Netto-)Investitionen ist die Erwartung höherer Gewinne in der Zukunft. Die Erwartungsbildung basiert dabei auf unvollständigen Informationen sowohl im Hinblick auf die Einnahmen als auch im Hinblick auf einige Ausgabenkategorien. Jede Investitionsentscheidung ist deshalb mit dem Risiko behaftet, die zukünftigen Einnahmen zu hoch und die Ausgaben zu gering angesetzt zu haben. Verantwortlich dafür können systematische Prognosefehler, aber vor allem auch nicht antizipierbare Angebots- bzw. Nachfrageschocks sein. Inwieweit sich dann eine Investition als verlustträchtig erweist, bzw. welche Konsequenzen entstandene Verluste für die Unternehmung haben, hängt maßgeblich davon ab, wie flexibel eine Unternehmung auf die exogenen Störungen reagieren kann. In diesem Zusammenhang spielt die Kreditverfügbarkeit eine wesentliche Rolle. Sie wiederum wird dadurch beeinflusst, wie die Kreditgeber die Bonität des Schuldners einschätzen. Wenn wichtige die Schuldnerqualität beschreibende Kennzahlen aus der Bilanz oder G.u.V.-Rechnung ihren kritischen Schwellen sehr nahe gekommen sind bzw. diese überschritten haben, ist mit einer Ausweitung des Kreditspielraumes nicht zu rechnen. Eher wird das Gegenteil der Fall sein. Eine Unternehmung, die risikoavers gegenüber Verlusten bzw. dem Konkurs ist, wird somit bei ihrer Investitionsentscheidung die voraussichtliche Flexibilität des Kreditapparates als wichtige Determinante berücksichtigen. Das in Abschnitt C. eingeführte finanzwirtschaftliche Risikomaß kann daher neben den üblichen, die Rentabilität einer Investition messenden Ertragsgrößen als Bestimmungsfaktor für die Investitionshöhe betrachtet werden. Eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür, dass Bonitätskennziffern ihre kritischen Schwellenwerte erreichen bzw. übersteigen, bedeutet für den Investor eine geringe Flexibilität, möglichen Störungen auf der Einnahmen- oder aber auch auf der Ausgabenseite zu begegnen. Größl/Stahlecker/Wohlers (1999) haben auf der Grundlage ihrer empirischen Untersuchung die Abhängigkeit unternehmerischer Investitionen, gemessen durch die Wachstumsrate der Sachanlagen, vom finanzwirtschaftlichen Risiko getestet. Dem finanzwirtschaftlichen Risiko lag dabei eine Konvexkombination aus der Cash-Flow-Deckungsquote und aus der Zins- und Lohndeckungsquote zugrunde, wobei jeweils gleiche Gewichte gewählt wurden.[44] Als weitere Bestimmungsfak-

[44] Da wir keine Primärdaten zur Verfügung hatten, war eine direkte Schätzung der Risikokennziffern nicht möglich.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

toren wurden die Kapazitätsauslastung der Industrie und Renditekennziffern wie die Umsatzrendite und die Rendite auf Sachanlagen berücksichtigt. Insbesondere für die kleineren und mittleren Unternehmen wurde dabei ein signifikant positiver Zusammenhang zwischen der Wachstumsrate der Sachanlagen und den gewählten Renditekennziffern festgestellt. Die Schätzergebnisse bestätigen darüber hinaus, dass für kleinere und mittlere Unternehmen die Wachstumsrate für Sachanlagen signifikant negativ mit dem finanzwirtschaftlichen Risiko im Untersuchungszeitraum korreliert war. Regressionen für einzelne Kennziffern zeigten dabei, dass der Zusammenhang zwischen der Wachstumsrate für Sachanlagen und dem finanzwirtschaftlichen Risiko vor allem durch die Cash-Flow-Deckungsquote geprägt wird. Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass geldpolitische Maßnahmen die gesamtwirtschaftliche Investitionstätigkeit in Deutschland nicht nur über die üblichen Renditekennziffern, sondern zugleich über Faktoren, welche die finanzwirtschaftliche Risikoposition kleinerer und mittlerer Unternehmen bestimmen, beeinflussen können.

II. Bestimmungsfaktoren der kritischen Schwellenwerte: die Rolle des Finanzsystems

Die empirische Erfassung des finanzwirtschaftlichen Risikos kleinerer und mittlerer Unternehmen erfolgte unter der Annahme konstanter, zumindest aber nicht steigender Schwellenwerte für die einzelnen Bonitätsindikatoren. Kritische Schwellenwerte basieren letztendlich darauf, dass die Kreditgeber für das Risiko des Kreditausfalls bestimmte tolerierte Obergrenzen formulieren. Es soll im Folgenden gezeigt werden, dass die Höhe der kritischen Schwellenwerte maßgeblich von den Eigenschaften eines Finanzsystems abhängen.

Die in der Realität vorzufindenden Finanzsysteme beschreiben unterschiedliche Weisen, wie die Interessen von Überschusseinheiten (Sparern) und Defiziteinheiten (Investoren) koordiniert werden. Dies findet ihren Niederschlag in der herrschenden Vertragskultur, der relativen Bedeutung einzelner Koordinationsorganisationen, aber auch in der Regulierungsdichte und Regulierungsweise. In diesem Zusammenhang spielt das Insolvenzrecht eine wichtige Rolle.

Das deutsche Finanzsystem wird allgemein als bankorientiert bezeichnet. Als besondere Merkmale werden dabei das Universalbankprinzip und die Dominanz des Hausbankprinzips hervorgehoben. Das Universalbankprinzip ermöglicht es den Banken, durch eine hohe Diversifikationsbreite das Gesamtrisiko aus dem Aktivgeschäft wirksam zu senken. Als Hausbanken stellen sie ihren Firmenkunden den größten Teil der Kredite und andere Dienstleistungen bereit. Sie unterhalten mit ihren Kunden langwährende

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Geschäftsbeziehungen, die sich durch ein hohes Maß an gegenseitigem Vertrauen auszeichnen. Je geringer die Zahl an Bankbeziehungen ist, die eine Unternehmung hat, um so mehr ist eine kreditgebende Bank in der Lage, durch die Vielzahl an Dienstleistungen und die Langjährigkeit der Firmen-Kundenbeziehung Informationsasymmetrien abzubauen, die ja bekanntermaßen bei kleineren und mittleren Unternehmen als besonderes Problem erkannt werden. Hierzu kommt, dass Hausbanken oftmals vor allem in finanziellen Notsituationen Kontrollrechte eingeräumt werden.[45] In theoretischen und empirischen Studien wurde untersucht, wie sich das Hausbankprinzip auf die Kreditkonditionen auswirkt.[46] Übereinstimmend wird festgestellt, dass die Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln zunimmt und Hausbanken eher bereit sind, ihre Kunden auch in finanziellen Notlagen zu unterstützen. Dies unterstützt die These, dass die kritischen Schwellenwerte im Vergleich zum amerikanischen marktorientierten Finanzsystem mit dem „transactions banking" als Charakteristikum in Deutschland höher angesetzt werden und eine gewisse Flexibilität nach oben besitzen könnten. Hinzu kommt, dass das Konkursrecht bis zum 1.1.1999 durch das Prinzip des Gläubigerschutzes geprägt wurde und insbesondere die Banken mit besicherten Verbindlichkeiten Sonderrechte besaßen. Auch dies könnte zu einer beachtlichen Elastizität des Kreditangebotes beigetragen haben. Ein Blick in die Insolvenzstatistik zeigt allerdings, dass die Zahl der Insolvenzen in den 80er und 90er Jahren signifikant zugenommen hat.[47] In der Tat könnte das Hausbankprinzip in der Praxis weniger gut funktionieren, als gemeinhin vermutet wird. So wird in theoretischen Beiträgen in aller Regel eine Exklusivbankbeziehung unterstellt. Folgt man allerdings Terrahe (1988), so haben in Deutschland kleinere und mittlere Unternehmen die Zahl ihrer Bankbeziehungen in den achtziger Jahren erhöht. Elsas/Krahnen (1998) kommen zu dem Schluss, dass die durchschnittliche Zahl an Bankverbindungen bei fünf liegt und eine Spannweite zwischen einer und einundzwanzig Banken besteht. Möglicherweise hat aber auch das bis 1999 geltende Konkursrecht nicht zuverlässig zu einer höheren Elastizität des Kreditangebotes beigetragen. Aus- und Absonderungsrechte im Falle einer Insolvenz des Schuldners könnten die Banken ja auch motiviert haben, den Konkurs gegenüber einer Sanierung zu bevorzugen.

Für die zukünftigen Wirkungen der Geldpolitik sind weniger die Eigenschaften des Finanzsystems bedeutsam, welche die Vergangenheit geprägt haben, als die voraussichtliche Entwicklung. In diesem Zusammenhang ist

---

[45] Vgl. Doberanzke, 1992.

[46] Vgl. Greenbaum/Kanatas/Venezia, 1989; Sharpe, 1990; Boot/Thakor, 1994; Petersen/Rajan, 1994, Berger/Udell, 1995; Elsas/Krahnen, 1998; Harhoff/Körting, 1998; Machauer/Weber, 1998.

[47] Vgl. Größl/Stahlecker/Wohlers, 1999, S. 29.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zu berücksichtigen, dass die Hauptkreditgeber der kleinen und mittleren Produktionsunternehmen, die Genossenschaftsbanken und Sparkassen, selbst Mittelständler sind. Die Eigenkapitalnormen des Baseler Abkommens, die von der EU für alle Kreditinstitute der Mitgliedsländer als bindend beschlossen worden sind, die im Zusammenhang mit dem europäischen Binnenmarkt erleichterten Niederlassungsbedingungen von Banken in Deutschland, aber auch ein sich immer stärker von den klassischen Bankeinlagen abwendendes Anlageverhalten der Sparer haben die Genossenschaftsbanken und Sparkassen unter Anpassungsdruck gesetzt. Hinzu kommt die Abschaffung der Gewährträgerhaftung zumindest für die Landesbanken. Sinkende Zinsmargen und der verstärkte Zwang, Eigenkapital aufbauen zu müssen, was bei der derzeitigen Rechtsform dieser Bankengruppen im Wesentlichen nur durch Gewinnerwirtschaftung möglich ist, könnte durchaus zu einem veränderten Kreditvergabeverhalten beitragen. Möglicherweise können es sich die Kreditinstitute nicht mehr leisten, in konjunkturellen Schwächephasen ihren mittelständischen Kreditkunden die notwendige finanzielle Unterstützung zu gewähren. Allerdings ist im Genossenschafts- und Sparkassenbereich eine lebhafte Fusionstätigkeit zu beobachten. Empirische Untersuchungen von Wirkungen einer verstärkten Fusions- und Aquisitionstätigkeit im Bankensektor auf den Small-Business-Bereich, die in den USA durchgeführt wurden, zeigen keinen eindeutigen empirischen Befund.[48] Houston/James (1998) weisen auf eine notwendige Unterscheidung zwischen einer veränderten Fähigkeit und einer veränderten Bereitschaft zur Kreditvergabe an kleinere Unternehmen hin. Die Fähigkeit einer fusionierten Bank steige aufgrund verbesserter Möglichkeiten der Eigen- und Fremdkapitalbeschaffung und größerer Diversifikationsmöglichkeiten. Besondere Bedeutung habe ferner die Entstehung eines internen Kapitalmarktes, der es ermöglicht, regionale Unterschiede im Refinanzierungsbedarf flexibel auszugleichen. Nicht sicher sei es allerdings, ob Banken nach einer Fusion oder Übernahme auch bereit sind, die Vorteile zugunsten mittelständischer Unternehmen zu nutzen. So entspräche der gestiegenen Diversifikationsbreite eine Vielfalt an Substitutionsmöglichkeiten. Gerade in konjunkturellen Schwächephasen könnte dies zu Lasten von kleineren und mittleren Unternehmen genutzt werden. Die empirischen Untersuchungen liefern im Hinblick auf die Frage, welcher Effekt dominiert, kein klares Bild. Während Keeton (1996) in einer empirischen Untersuchung die These bestätigt sieht, dass große Banken weniger als kleine Banken an der lokalen Wirtschaftsentwicklung interessiert sind, wollen Houston/James (1998) herausgefunden haben, dass sich die Tocher- und Filialunternehmen einer fusionierten Bank

[48] Vgl. Berger/Kashyap/Scalise, 1995; Berger/Saunders/Scalise/Udell, 1998; Boys/Graham, 1996; Houston/James/Marcus, 1997; Houston/Ryngaert, 1994; Houston/James, 1998; Keeton, 1996; Peek/Rosengren, 1998; Stein, 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

mit ihrem Kreditangebot an kleine und mittlere Unternehmen auch in konjunkturellen und lokalen Schwächephasen elastischer verhalten und die Unternehmen stützen.

Ob die amerikanischen Befunde auf Deutschland übertragen werden können, ist freilich zweifelhaft, da die Ausgangssituation in Deutschland eine andere ist. Vor der amerikanischen Fusionswelle war nämlich die Bankenlandschaft in den USA durch eine Vielzahl kleiner und sehr kleiner isoliert agierender Kreditinstitute gekennzeichnet, die zudem auch aufgrund der Regulierung in hohem Maße spezialisiert waren. Darüber hinaus war (und ist auch jetzt noch) das Hausbankprinzip nicht üblich. Wie Kashyap/Stein (1997) zeigen, hatten diese kleinen Institute aufgrund des hohen Konkursrisikos, aber auch wegen Informationsasymmetrien auf Seiten der Kapitalanbieter selbst mit hohen Kosten der externen Kapitalbeschaffung zu kämpfen. Dies habe in besonderem Maße zu einem „bank lending channel" beigetragen. Fusionen erscheinen hier in der Tat geeignet, dieses Problem für die Geldpolitik zu lindern. In Deutschland hingegen sind die Genossenschaftsbanken stets durch ein Netz horizontaler und vertikaler Kooperation, dem Finanzverbund, miteinander verknüpft gewesen.[49] Einen internen Kapitalmarkt hat es also für die Genossenschaftsbanken seit jeher gegeben. Das Konkursrisiko einer einzelnen Bank wird darüber hinaus dadurch gesenkt, dass die Mitglieder des Finanzverbundes eine Nachschusspflicht im Falle finanzieller Schwierigkeiten eines Kooperationspartners vereinbart haben. Ein Finanzverbund charakterisiert auch den Sparkassensektor. Anstaltslast und Gewährträgerhaftung haben dort das Konkursrisiko sogar ausgeschlossen. Die Bereitschaft der Genossenschaftsbanken und Sparkassen zu einer flexiblen Kreditvergabe an mittelständische Produktionsunternehmen ist sicherlich auch durch die Rechtsform unterstützt worden. So legt § 1 des GenG fest, dass Genossenschaftsbanken als vorrangiges Ziel die Förderung des Erwerbs und der Wirtschaft ihrer Mitglieder zu verfolgen haben. Mitglieder sind aber die Bankkunden derjenigen Region, in der die Genossenschaftsbank angesiedelt ist. Die daraus entstandene enge regionale Verbundenheit finden wir auch im Sparkassenbereich. Sie wird dort durch die Gewährträgerhaftung begründet. Das Regionalprinzip hat die Substitutionspalette möglicher Geschäfte auf die Region beschränkt und dürfte zusammen mit den Vorteilen des Finanzverbundes in der Tat in der Vergangenheit zu einer nennenswerten Elastizität des Kreditangebotes gegenüber kleineren und mittleren Unternehmen auch in konjunkturellen Schwächephasen beigetragen haben. Inwieweit Bankenfusionen bzw. die Abschaffung der Gewährträgerhaftung das Kreditvergabeverhalten dieser Banken zu Lasten mittelständischer Produktionsunternehmen verändern könnten, dürfte damit auch maßgeblich von der Rechtsform der fusionierten Bank bzw. der haf-

[49] Vgl. hierzu Martin, 1994, S. 9 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tungsmäßig dann auf sich selbst gestellten Sparkassen abhängen. Sollte die Rechtsform der Aktiengesellschaft gewählt werden, dann wird die Zielfunktion der Banken maßgeblich von den Renditevorgaben der Aktionäre bestimmt. Das Shareholder-Value-Prinzip könnte ein Verhalten des Managements begünstigen, das Kosteneinsparungen durch standardisierte Kreditwürdigkeitsprüfungen und ein flexibles Ausnutzen existierender Substitutionsmöglichkeiten im Aktivgeschäft in den Mittelpunkt seiner Geschäftspolitik stellt. Diese Möglichkeit erhält insbesondere mit Blick auf Basel II besondere Bedeutung. Die Gefahr ist groß, dass der Mittelstandskredit für alle Banken zunehmend uninteressanter wird. Kreditkonditionen werden dann schneller angezogen und Kreditlinien schneller gekündigt, wenn für mittelständische Produktionsunternehmen eine schlechtere Zahlungsfähigkeit beobachtet wird. So gesehen könnten Bankenfusionen zusammen mit der Abschaffung der Gewährträgerhaftung die kritischen Schwellenwerte für besagte Bonitätsindikatoren eher senken, auf keinen Fall aber anheben. Im Verbund mit der beobachteten Finanzierungssituation kleiner und mittlerer Firmen deutet dies darauf hin, dass die Gefahr für die Geldpolitik gestiegen ist, mit Maßnahmen, die unabhängig von der realwirtschaftlichen Entwicklung – auf die Stabilisierung des Preisniveaus ausgerichtet sind, über einen Kreditkanal unerwünschte anhaltende realwirtschaftliche Effekte auszulösen.

Literaturverzeichnis

Anhuef, R., Aufbau und Risikokapitalfinanzierung des ostdeutschen Mittelstandes; Bestandsaufnahme unter besonderer Berücksichtigung einer institutionenökonomischen Analyse der mittelständischen Risikokapitalfinanzierung insbesondere durch Kreditgenossenschaften, 1998.

Benassi, C./*Chirco,* A./*Colombo,* C., The New Keynesian Economics, Oxford UK/Cambridge USA, 1995.

Berger, A. N./*Kashyap,* A. K./*Scalise,* J. M., The Transformation of the US Banking Industry: What a Long, Strange Trip it's Been, Brookings Papers on Economic Activity 2, S. 55–191, 1995.

Berger, A. N./*Saunders,* A./*Scalise,* J. M./*Udell,* G. F., The Effects of Bank Mergers and Acquisitions on Small Business Lending, Journal of Financial Economics 50, 1998, S. 187–229.

Berger, A. N./*Udell,* G., Relationship Lending and Lines of Credit in Small Firm Finance, Journal of Business 68, 1995, S. 351–381.

Bernanke, B. S./*Gertler,* M., Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations, American Economic Review 79, 1989, S. 14–31.

– Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, Journal of Economic Perspectives 9, 1995, S. 27–48.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Bernanke, B. S./*Gertler,* M./*Gilchrist,* S., The Financial Accelerator and the Flight to Quality, Review of Economics and Statistics 78, 1996, S. 1–15.

Blinder, A. S. Credit Rationing and Effective Supply Failures, Economic Journal 97, 1987, S. 327–352.

Blinder, A. S./*Maccini,* L., Taking Stock: A Critical Assessment of Recent Research on Inventories, Journal of Economic Perspectives 5, 1991, S. 73–96.

Bond, St./*Meghir,* C., Dynamic Investment Models and the Firm's Financial Policy, Review of Economic Studies 61, 1994, S. 197–222.

Boot, A. W. A./*Thakor,* A. V., Moral Hazard and Secured Lending in an Infinitely Repeated Market Game, International Economic Review 35, 1994, S. 899–920.

Boyd, J. H./*Graham,* S. L., Consolidation in US Banking: Implications for Efficiency and Risk, Working Paper, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1996.

Calomiris, Ch. W./*Hubbard,* R. G., Firm Heterogenity, Internal Finance, and Credit Rationing, Economic Journal 100, 1990, S. 90–104.

Calomiris, Ch. W./*Sharpe,* A./*Orphanides,* A., Leverage as a State Variable for Employment, Invetory Accumulation and Fixed Investment, NBER Working Paper Nr. 4800, 1994.

Carpenter, R. E./*Fazzari,* St. M./*Petersen,* B. C., Inventory Investment, Internal Finance Fluctuations, and the Business Cycle, Brookings Papers on Economic Activity 2, 1994, S. 75–138.

Cecchetti, St. G., Distinguishing Theories of the Monetary Transmission Mechanism, Federal Reserve Bank of St. Louis Review Mai/Juni, 1995, S. 83–100.

Doberanzke, V., Die Hausbank als exklusiver Finanzier des mittelständischen Unternehmens, Frankfurt am Main, 1992.

Fazzari, St. M./*Athey,* M. J., Asymmetric Information, Financing Constraints, and Investment, Review of Economics and Statistics 69, 1987, S. 481–487.

Fazzari, St. M./*Hubbard,* G./*Petersen,* B. C., Financing Constraints and Corporate Investment, Brookings Papers on Economic Activity 1, 1988, S. 141–206.

Fischer, K., Hausbankbeziehungen als Instrument der Bindung zwischen Banken und Unternehmen, Bonn 1990.

Fisher, I., The Debt-Deflation Theory of the Great Depessions, Econometrica 1, 1933, S. 141–195.

Gerke, W., Informationsasymmetrien am Markt für Beteiligungen an mittelständischen Unternehmen, in: Gebhardt/Gerke/Steiner (Hrsg.): Handbuch des Finanzmanagements, München 1993, S. 619–640.

Greenbaum, S. I./*Kanatas,* G./*Venezia,* I., Equilibrium Loan Pricing under the Bank-Client Relationship, Journal of Banking and Finance 13, 1989, S. 221–235.

Greenwald, B. C./*Stiglitz,* J. E., Imperfect Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations, in: Kohn, M., Sho-Chieh Tsiang (Hrsg.): Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics, Oxford, 1988, S. 140–165.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

- Macroeconomic Models with Equity and Credit Rationing in: Hubbard, R.G. (Hrsg.): Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment, London, 1990, S. 15–42.

- Financial Market Imperfections and Business Cycles, Quarterly Journal of Economics, Bd. 109, 1993, S. 77–112.

Größl, I./*Hauenschild,* N./*Stahlecker,* P., Individual and Aggregate Supply Behaviour with Bankruptcy Risks, Beiträge aus dem Institut für Statistik und Ökonometrie der Universität Hamburg, 2000.

Größl, I./*Ketterer,* K.-H./*Stahlecker,* P., Die Rolle des Bankverhaltens bei der Bestimmung des Angebotes an M3, in: Duwendag, D. (Hrsg.): Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Währungspolitik, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 325, 1995, S. 45–69.

Größl, I./*Stahlecker,* P., Finanzierungsbedingungen und Güterangebot bei Preisunsicherheit, Jahrbuch für Wirtschaftswissenschaften 49, 1998, S. 268–298.

Größl, I./*Stahlecker,* P./*Wohlers,* E., Finanzierungsstruktur und Risiken im Unternehmenssektor der Bundesrepublik Deutschland. Eine empirische Bestandsaufnahme, Beiträge aus dem Institut für Statistik und Ökonometrie der Universität Hamburg, Nr. 44, 1999.

Größl-Gschwendtner, I., Kreditrationierung: Mikroökonomische Begründung und makroökonomische Implikationen, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 212/1–2, 1993, S. 120–139.

Guender, A./*Moersch,* M., On the Existence of a Credit Channel of Monetary Policy in Germany, Kredit und Kapital 2, 1997, S. 173–185.

Harhoff, D./*Körting,* T., Lending Relationships in Germany – Empirical Evidence from Survey Data, Journal of Banking and Finance 22, 1998, S. 1317–1353.

Hauser, H.-E., SME in Germany. Facts and Figures, Institut für Mittelstandsforschung, Bonn 1998.

Hoshi, T./*Kashyap,* A./*Scharfstein,* D., The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan, Journal of Financial Economics 27, 1990, S. 67–68.

Houston, J. F./*James,* C., Evolution or Extinction: Where are Banks Headed? Journal of Applied Corporate Finance 9 (2), 1996, S. 8–23.

Houston, J. F./*James,* C./*Marcus,* D., Capital Market Frictions and the Role of Internal Capital Markets in Banking, Journal of Financial Economics 46, 1997, S. 135–164.

Houston, J. F./*Ryngaert,* M. D., The Overall Gains from Large Bank Mergers, Journal of Banking and Finance 18, 1994, S. 1155–1176.

Hu, X./*Schiantarelli,* F., Investment and Capital Market Imperfections: A Switching Regression Approach Using U.S. Firm Panel Data, Review of Economics and Statistics 80, 1998, S. 466–479.

Hubbard, R. G., Is there a „Credit Channel" for Monetary Policy? Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1998, S. 63–82.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

– Capital-Market Imperfections and Investment, Journal of Economic Literature 36, 1998, S. 193–225.

Jensen, M. C./*Meckling,* W. H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency

Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, 1976, S. 305–360.

Kashyap, A./*Lamont,* O./*Stein,* J., Credit Conditions and the Cyclical Behavior of Inventories: A Case Study of the 1981–82 Recession, Quarterly Journal of Economics 109, 1994, S. 565–592.

Kaufmann, F., Besonderheiten der Finanzierung kleiner und mittlerer Unternehmen; ein Überblick über die Problemlage, Kredit und Kapital 30, 1997, S. 140–155.

Keeton, W. R., Do Bank Mergers Reduce Lending to Businesses and Farmers? New Evidence from Tenth District States, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review 81 (3), 1996, S. 63–76.

Kiyotaki, N./*Moore,* J., „Credit Cycles", NBER Working Paper Nr. 5083, 1995.

Lamont, O., Corporate Debt Overhang and Macroeconomic Vulnerability, MIT, unveröffentlichtes Manuskript, 1993.

Machauer, A./*Weber,* M., Bank Behavior Based on Internal Credit Ratings of Borrowers, Journal of Banking and Finance 22, 1998, S. 1355–1383.

Martin, F., Wettbewerbliche Neuorientierung von Kreditgenossenschaften. Eine Betrachtung unter besonderer Berücksichtigung transaktionskostenökonomischer Überlegungen zum Finanzverbund, Berlin 1994.

Modigliani, F./*Miller,* M. H., The Cost of Capital, Corporate Finance and The Theory of Investment, American Economic Review 48, 1958, S. 262–297.

Neuberger, D., Kreditvergabe durch Banken. Mikroökonomische Theorie und gesamtwirtschaftliche Auswirkungen, Tübingen 1994.

Neus, W., Unternehmensgröße und Kreditversorgung, Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung 2, 1991, S. 134–156.

Peek, J./*Rosengren,* E. S., Bank Consolidation and Small Business Lending: It's Not Just Bank Size that Matters, Journal of Banking and Finance 22, 1998, S. 799–819.

Petersen, M. A./*Rajan,* R. G., The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data, Journal of Finance XLVIII (4), 1994, S. 1367–1400.

Sharpe, S. A., Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships, Journal of Finance 45, 1990, S. 1069–1087.

Stein, J. C., Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources, Journal of Finance 52, 1997, S. 111–133.

Stößß, E., Die Finanzierungsstruktur der Unternehmen und deren Reaktion auf monetäre Impulse. Eine Analyse anhand der Unternehmensbilanzstatistik der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 9/96, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, 1996.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Uhlenbruck, W., Krise, Konkurs, Vergleich und Sanierung als neue Aufgabe der Betriebswirtschaft, in: Bratschitsch, R. W. Schnellinger (Hrsg.): Unternehmenskrisen – Ursachen Frühwarnung, Bewältigung, Stuttgart, 1981, S. 173–214.

Wittneben, D., Innovationsförderung kleinerer und mittlerer Unternehmen durch Bereitstellung von Wagniskapital, Frankfurt an der Oder 1997.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die rechtlichen Grenzen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank – eine Fallstudie

Von Martin Selmayr*

Unter dem Oberthema „Geldpolitik ohne Grenzen" bietet es sich natürlich an, einige Worte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) zu widmen. Denn in gewissem Sinne gestaltet diese neue europäische Organisation seit dem 1. Januar 1999 aus dem Frankfurter Euro-Tower eine „Geldpolitik ohne Grenzen". Die EZB trägt seither die Verantwortung für eine supranationale Währung, die heute in zwölf europäischen Staaten einheitliches gesetzliches Zahlungsmittel ist. Die politischen Grenzen zwischen diesen Staaten, die in ihrer Gesamtheit auch als Euro-Währungsgebiet bezeichnet werden, stehen der Geldpolitik der EZB nicht mehr entgegen. EZB-Zinsbeschlüsse gelten im Euro-Währungsgebiet ebenso grenzüberschreitend wie z. B. die Mindestreserveverordnung der EZB[1]; diese „gilt unmittelbar in jedem Mitgliedstaat" (Artikel 110 Abs. 2 UAbs. 1 Satz 2 EG-Vertrag), ist also übernationales Recht im gesamten Euro-Währungsgebiet. Die Schaffung einer solchen „Geldpolitik ohne Grenzen" ist ein bislang einmaliger Vorgang und zugleich die sicherlich weitreichendste Aufgabe nationaler Souveränitätsrechte in der Geschichte Europas, die noch dazu im EG-Vertrag als „unwiderruflich"[2] und „unumkehrbar"[3] bezeichnet wird.

Ganz „grenzenlos" ist die Geldpolitik der EZB freilich nicht. Bereits innerhalb der aus 15 Mitgliedstaaten bestehenden Europäischen Union (EU) ist der direkte Einfluss der EZB auf diejenigen zwölf Staaten beschränkt, welche mit allen Rechten und Pflichten an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion teilnehmen. Dänemark, Schweden und das Vereinigte Königreich sind dagegen nur indirekt und teilweise von der

---

* Der Autor ist Rechtsanwalt in Brüssel und Direktor des Centrums für Europarecht an der Universität Passau. Er war 1998 und 1999 zeitweise Mitarbeiter der Generaldirektion Recht der Europäischen Zentralbank, Frankfurt am Main. Der Beitrag gibt ausschließlich die persönliche Auffassung des Verfassers wieder.

[1] Verordnung EZB/1998/15 vom 23. November 1998 über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht, ABl. 1998 Nr. L 356/1 in der Fassung der Verordnung EZB/2000/8 vom 31. August 2000, ABl. 2000 Nr. L 229/34.

[2] Art. 4 Abs. 2; Art. 118 UAbs. 2; 123 Abs. 4 EG-Vertrag.

[3] Protokoll (Nr. 24) über den Übergang zur dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Geldpolitik der EZB betroffen; in diesen Staaten wird die Geldpolitik nach wie vor weitgehend von den nationalen Zentralbanken festgelegt[4]. Für Dänemark ergeben sich einige Bindungen aus dem am 1. September 1998 mit der EZB abgeschlossenen EWS II-Abkommen[5], welches eine grundsätzliche Verpflichtung beinhaltet, den Wechselkurs der Dänischen Krone innerhalb einer Bandbreite von +/– 2,25 Prozent zum Euro zu halten[6]. Im Übrigen aber hat die EZB keine Möglichkeit, innerhalb der gesamten EU „Geldpolitik ohne Grenzen" zu betreiben. Für ihre auf Grundlage der ESZB-Satzung getroffenen Zinsbeschlüsse und Verordnungen gilt vielmehr, dass diese für die drei nicht am Euro teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten „keinerlei Rechte oder Verpflichtungen entstehen lassen", wie es in Art. 43.1 ESZB-Satzung heißt.

Jenseits der Grenzen der EU beginnt man nur langsam, die neue geldpolitische Entscheidungsmacht aus Frankfurt zur Kenntnis zu nehmen. Drei europäische Kleinstaaten – San Marino, Monaco und die Vatikanstadt – werden auf der Grundlage bilateraler Abkommen mit der Europäischen Gemeinschaft am 1. Januar 2002 formell den Euro als Währung übernehmen[7] – ein Vorgang, den man in Parallele zur Dollarisierung als „Euroisierung" bezeichnen kann. Auch in Estland wird seit einiger Zeit diskutiert, bereits vor dem geplanten EU-Beitritt des Landes die estnische Krone in einem einseitigen Akt durch den Euro zu ersetzen[8]. Im Übrigen

---

[4] Zur rechtlichen Situation der Mitgliedstaaten mit einer Ausnahmeregelung bzw. einem Sonderstatus vgl. Zilioli/Selmayr, 1999a, S. 187 u. S. 307 (S. 223 ff.) sowie 1999–2000, S. 347 ff. Die Ausnahmeregelung Griechenlands und der Bank von Griechenland ist mit Wirkung vom 1. Januar 2001 beendet worden.

[5] Abkommen vom 1. September 1998 zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken der nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Mitgliedstaaten über die Funktionsweise eines Wechselkursmechanismus in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion, ABl. 1998 Nr. C 345/6, in der Fassung vom 14. September 2000, ABl. 2000 Nr. C 362/11.

[6] Vgl. EZB, Press Release vom 31. Dezember 1998, Euro central rates and intervention rates in ERM II, veröffentlicht unter *http://www.ecb.int,* wo die Leitkurse für die Dänische Krone sowie die oberen und unteren Interventionspunkte angegeben sind.

[7] Vgl. die Entscheidungen 1999/96-98/EG des Rates vom 31. Dezember 1998, ABl. 1999 Nr. L 30/31-35, durch welche die Europäische Gemeinschaft Frankreich und Italien zur Aushandlung solcher Abkommen „im Namen der Gemeinschaft" autorisiert hat.

[8] Vgl. „Estonia eyes euro-zone", Financial Times v. 27. Januar 2000, and „Baltic states knock on gates of euro-zone", Financial Times v. 16. Februar 2000. Derzeit steht die estnische Krone unter einem sog. Currency Board Arrangement, nach dem bereits heute ein fester Wechselkurs zur D-Mark und damit zum Euro eingehalten wird. Eine vollständige „Euroisierung" – durch die Estland vorzeitig alle Mitspracherechte aufgeben würde, welche der Estnischen Zentralbank „Eesti Pank" bei einem späteren EU-Beitritt im ESZB zustehen würden – wird allerdings von Kraft,

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

haben einige Staaten außerhalb der EU ihre Währungen einseitig an den Euro gekoppelt, so die 15 afrikanischen Länder, die vor dem 1. Januar 1999 infolge ihrer Bindung an den Französischen Franc die sogenannte „Franc-Zone" bildeten[9]. Von einer grenzenlosen oder gar global wirkenden Geldpolitik der EZB zu sprechen, wäre jedoch angesichts des derzeitigen schwachen Außenwerts des Euro und der nach wie vor maßgeblichen Rolle des amerikanischen Federal Reserve Systems in der „Weltgeldpolitik" einigermaßen vermessen.

Als Jurist hat man ein besonderes Bedürfnis, darauf hinzuweisen, dass die innerhalb des Euro-Währungsgebiets „grenzenlose" Geldpolitik der EZB trotzdem gewissen Grenzen unterliegt. Denn Juristen empfinden ein grundsätzliches Unbehagen gegenüber jeder Form der Grenzenlosigkeit. „Geldpolitik ohne Grenzen" – allzu leicht könnte dies nicht allein in einem geographischen Sinne verstanden werden, sondern als Maxime für eine unbegrenzte, regellose und damit willkürliche Ausübung der weitreichenden Zuständigkeiten, die der EZB übertragen worden sind. Deshalb soll im Folgenden von den rechtlichen Grenzen der Geldpolitik der EZB die Rede sein. Diese ergeben sich aus dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) und der diesem als Protokoll Nr. 18 beigefügten Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, der sogenannten ESZB-Satzung. Der erste Teil der folgenden Ausführungen ist den rechtlichen Grundparametern der Geldpolitik der EZB gewidmet, wie sie diesen Rechtstexten zu entnehmen sind (A.). In einem zweiten Teil werden diese rechtlichen Grundparameter anhand von drei konkreten, zum Teil der Praxis der EZB entnommenen Beispielsfällen erläutert (B.).

A. Die rechtlichen Grundparameter der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet

Die Geldpolitik der EZB ist von drei rechtlichen Grundparametern geprägt, die sich unter den Begriffen *Entnationalisierung, Entpolitisierung* und *Verrechtlichung* zusammenfassen lassen[10].

---

dem Präsidenten von Eesti Pank, klar abgelehnt; vgl. „Estonia on its Way to the Eurozone: The Position of the Central Bank. Briefing of the Monetary Policy Overview on 27 January 2000", Ziffern 5, 7, 10 and 11, veröffentlicht unter http://www.ee/epbe/en/release/20000127.html. Ausführlich hierzu der Bericht der Eesti Pank „Different Views on the Euro: Definitions, Economic Policy Issues and Upcoming Tasks", S. 4 ff., veröffentlicht unter http://www.ee/epbe/en/EU_euro.html.

[9] Zur hierfür verwendeten rechtlichen Konstruktion vgl. Zilioli/Selmayr, 1999b, S. 273 ff. (S. 329 ff.) sowie Krauskopf/Steven, 2000, S. 53 (S. 57 f.).

[10] Zu diesen Grundparametern bereits Selmayr, 1999c, S. 2428 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

I. Entnationalisierung der Geldpolitik

Die Hoheit über die Währung gehört zu dem, was von Rechtsgelehrten seit jeher zum klassischen Kernbereich nationaler Souveränität gerechnet wird[11]. Geld ist bislang stets ein Geschöpf des nationalen Rechts gewesen. Die für die Geldpolitik verantwortlichen Zentralbanken sind als nationale oder jedenfalls dem nationalen Recht unterliegende Institutionen entstanden. Die Geldpolitik ist damit traditionell eine nationale Domäne und wird national gestaltet, auch wenn sie im Einzelfall durchaus erhebliche tatsächliche grenzüberschreitende Auswirkungen zeitigen kann.

Zu welchen ökonomischen und politischen Problemen eine rechtlich national definierte, faktisch jedoch außenwirksame Geldpolitik führen kann, hat sich besonders deutlich in der Geschichte der Deutschen Bundesbank gezeigt. Aufgrund der Stärke und internationalen Bedeutung der D-Mark hatten die geldpolitischen Entscheidungen der Bundesbank vor allem in den achtziger und neunziger Jahren erhebliche Bedeutung für die Volkswirtschaften der meisten europäischen Staaten. Aus rechtlicher Sicht ist die Bundesbank allerdings zu Unrecht dafür kritisiert worden, sich – insbesondere im Gefolge der deutschen Einheit – bei ihren Zinsbeschlüssen allein an der ökonomischen Situation in Deutschland orientiert zu haben[12]. Die Bundesbank hatte nach dem Bundesbankgesetz die gesetzliche Aufgabe, die Währung D-Mark zu sichern[13] und hilfsweise die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstützen[14]. Ein grenzüberschreitendes Mandat war der Bundesbank nicht erteilt worden, so dass sie in aller Regel gar nicht anders konnte als eine in erster Linie *nationale* Geldpolitik zu betreiben.

---

[11] Vgl. den Serbischen und Brasilianischen Anleihen-Fall des Ständigen Internationalen Gerichtshofs, Publications of the Court, Series A, Nos. 20-1, S. 44: „it is indeed a generally accepted principle that a state is entitled to regulate its own currency." Ausführlich zur grundsätzlich uneingeschränkten nationalen Währungshoheit Mann, 1992, S. 461 ff.

[12] Besonders die britische Kritik an der Bundesbank ist bis heute vehement. Sie macht die Bundesbank für die EWS-Krise 1992 verantwortlich, die letzten Endes das Ausscheiden des britischen Pfunds aus dem Wechselkursmechanismus erzwang. Vgl. die Darstellung des ehemaligen Premierministers Major, The Autobiography, London 1999, und des ehemaligen Schatzkanzlers Lamont, In Office, London 1999. Hierzu Frowen, „Unjustified British critique of the Bundesbank", Central Banking 2000, abgedruckt in Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 12, 8. März 2000, S. 15 ff.

[13] § 3 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank (BBankG) in der Fassung vor Eingliederung der Bundesbank in das ESZB.

[14] § 12 Satz 1 BBankG in der Fassung vor Eingliederung der Bundesbank in das ESZB.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Mit dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion sind solche nationalen Vorzeichen der Geldpolitik in zunächst elf, heute zwölf Mitgliedstaaten der EU verschwunden. Heute sind in den Händen der EZB die geldpolitischen Befugnisse für das gesamte Euro-Währungsgebiet entnationalisiert. Mit *Entnationalisierung* der Geldpolitik ist dabei ein Vorgang gemeint, durch den geldpolitische Befugnisse vollständig dem Einfluss der Nationalstaaten entzogen und in eine ausschließliche, allein auf der supranationalen Gemeinschaftsebene auszuübende Zuständigkeit übertragen worden sind.

Die Entnationalisierung der Geldpolitik hat ihre rechtliche Ursache darin, dass mit dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion Art. 4 Abs. 2 EG-Vertrag nicht nur eine *einheitliche* Währung, sondern zugleich die Festlegung und Durchführung einer *einheitlichen* Geldpolitik vorschreibt. Noch deutlicher ist insofern der gleichwertige englische und französische Text der Vorschrift, die jeweils von einer *einzigen* Geldpolitik[15] sprechen. Dies zeigt deutlich, dass mit dem 1. Januar 1999 die bislang rechtlich eigenständigen Geldpolitiken der Zentralbanken der Euro-Teilnehmerländer durch die Geldpolitik der EZB – und damit durch eine supranationale Geldpolitik – ersetzt worden sind.

Die Entnationalisierung der Geldpolitik hat sich vor allem in der Organisationsstruktur des neuen Zentralbanksystems niedergeschlagen. Nach Art. 105 Abs. 2 erster Gedankenstrich EG-Vertrag ist die Festlegung und Ausführung der Geldpolitik dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) anvertraut worden. Dieses setzt sich aus der EZB einerseits und den Zentralbanken der 15 Mitgliedstaaten[16] andererseits zusammen. Das ESZB ist damit ein zwar zweistufiges, aber ausnahmslos zentral gesteuertes Zentralbanksystem. Nach Art. 107 Abs. 3 EG-Vertrag wird das ESZB von den Beschlussorganen der EZB geleitet, dem EZB-Rat und dem EZB-Direktorium, und gemäß Art. 14.3 ESZB-Satzung haben die nationalen Zentralbanken im ESZB gemäß den Leitlinien und Weisungen der EZB zu handeln. Vor allem aber ist im ESZB sowohl die Festlegung als auch die Ausführung der Geldpolitik zentral organisiert:

- Die *Festlegung der Geldpolitik,* insbesondere der geldpolitischen Strategie und der Zinsen der EZB, erfolgt durch den EZB-Rat (Art. 12.1 Satz

---

[15] Englisch: „a single monetary policy"; Französisch: „une politique monétaire ... unique(s)".

[16] Auch die schwedische, dänische und britische Zentralbank sind Bestandteil des ESZB, haben allerdings in diesem nur eingeschränkte Rechte und Pflichten und können insbesondere ihre Präsidenten nicht in den EZB-Rat entsenden. Das „ESZB der 13" (EZB + 12 mit allen Rechten und Pflichten teilnehmende Zentralbanken) wird in der Praxis als „Eurosystem" bezeichnet; vgl. hierzu Zilioli/Selmayr, supra, Fußnote 4, S. 223.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

2 ESZB-Satzung). Dieses Organ der EZB setzt sich neben den zwölf Präsidenten der nationalen Zentralbanken auch aus den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums zusammen (Art. 10.1 ESZB-Satzung), die zugleich die Sitzungen des EZB-Rates vorbereiten (Art. 12.2 ESZB-Satzung). Im EZB-Rat hat jedes Mitglied eine Stimme (Art. 10.2 UAbs. 2 Satz 1 ESZB-Satzung). Entscheidungen werden grundsätzlich mit einfacher Mehrheit getroffen (Art. 10.2 UAbs. 2 Satz 2 ESZB-Satzung).

- Für die *Ausführung der Geldpolitik*[17] stehen der EZB zwei alternative Möglichkeiten zur Verfügung. Nach der allgemeinen Regel des Art. 9.2 ESZB-Satzung kann die EZB sämtliche dem ESZB anvertrauten Aufgaben entweder durch ihre eigene Tätigkeit (*direkte Ausführung*) oder durch die nationalen Zentralbanken (*indirekte Ausführung*) erfüllen. Ob sich die EZB für eine direkte oder indirekte Ausführung entscheidet, liegt in ihrem Ermessen. Im Spezialbereich der Ausführung der Geldpolitik machen Art. 12.1 UAbs. 2 und 3 ESZB-Satzung gewisse Vorgaben für die Ausübung dieses Ermessens. Danach ist die Ausführung der Geldpolitik Sache des EZB-Direktoriums, das hierzu den nationalen Zentralbanken die erforderlichen Weisungen erteilt (Art. 12.1 UAbs. 2 Satz 1 ESZB-Satzung). Auch wenn die EZB ihr Ermessen dahingehend ausübt, dass sie für eine (indirekte) Ausführung der Geldpolitik die nationalen Zentralbanken in Anspruch nimmt, weil ihr dies im Einzelfall möglich und sachgerecht erscheint (Art. 12.1 UAbs. 3 ESZB-Satzung), bleibt es dennoch bei einer zentralen Steuerung dieser Ausführung. Denn die nationalen Zentralbanken handeln dabei entsprechend den Weisungen des EZB-Direktoriums. Sie sind also nicht mehr eigenständige nationale Behörden mit eigenen Zuständigkeiten, sondern die operativen Arme der EZB in den einzelnen, das Euro-Währungsgebiet bildenden Staaten. Rechtlich zulässig wäre es nach der ESZB-Satzung auch, die Geldpolitik der EZB in aller Regel direkt durch das EZB-Direktorium auszuführen – eine Option, welcher derzeit der noch begrenzte, wenn auch stetig anwachsende Personalbestand der EZB (ca. 1200 Mitarbeiter) praktische Grenzen setzt.

Wenn heute teilweise das ESZB als „föderales System" bezeichnet, oder gar einer Anwendbarkeit des Subsidiaritätsprinzips im ESZB das Wort geredet wird (wie dies heute immer noch seitens einiger nationalen Zentralbanken geschieht[18]), so sind diese Aussagen als politische Stellungnahmen zu werten, welche die rechtliche Organisationsstruktur des ESZB nicht zutreffend beschreiben. Föderale Systeme im Rechtssinne zeichnen sich aus

---

[17] Vgl. hierzu ausführlich Zilioli/Selmayr, *supra,* Fußnote 4, S. 341 ff. u. S. 345 ff.

[18] So Aspetsberger/Schubert, 1993, S. 110 ff. (S. 113 f.); ebenso der jetzige Chefvolkswirt der Bundesbank Remsperger, 1994, S. 13.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

durch das Zusammenspiel verschiedener gleichgeordneter Organisationen mit jeweils eigenständigen, unentziehbaren Zuständigkeitsbereichen für die Festlegung und die Ausführung von Politiken[19]. Die im ESZB integrierten nationalen Zentralbanken stehen jedoch mit der EZB nicht auf einer Ebene, sondern sind ihr hierarchisch untergeordnet[20], wie insbesondere ihre Weisungsgebundenheit gegenüber dem EZB-Direktorium zeigt. Wegen der vollständigen Zentralisierung der geldpolitischen Entscheidungs- und Ausführungsbefugnisse auf Ebene der EZB ist zudem eine Anwendung des in Art. 5 Abs. 2 EG-Vertrag verankerten Subsidiaritätsprinzips im EZB ausgeschlossen. Denn dieses Prinzip, nach dem Entscheidungen in mehrstufigen gesellschaftlichen Systemen stets auf der niedrigsten, die Effizienz der Entscheidung gewährleistenden Ebene zu treffen sind, gilt nur in Politikbereichen, die in eine zwischen diesen Ebenen *konkurrierende* Zuständigkeit fallen, also keinesfalls für die den Euro bestimmende Geldpolitik, die in die *ausschließliche* Zuständigkeit der EZB übertragen worden ist[21]. Dies bestätigt bereits der Wortlaut von Art. 5 Abs. 2 EG-Vertrag. In der ESZB-Satzung findet sich daher auch kein Hinweis auf das Subsidiaritätsprinzip.

Die Zurückdrängung des nationalen Elements durch die Zentralisierung des ESZB ist nur auf den ersten Blick überraschend. Selbst in ausgeprägt föderal organisierten Staaten weisen heute Zentralbanken überall auf der Welt zentralistisch-unitarische Strukturen auf. Man denke an die Belgische, die Oesterreichische und die Schweizer Nationalbank, aber auch an das amerikanische Federal Reserve System, in dem trotz seines Namens heute alle Entscheidungsbefugnisse beim Board of Governors in Washington zentralisiert sind. Auch in Deutschland, wo der Föderalismus besonders gepflegt wird, ist die Bundesbank mit ihren derzeit (noch) neun Landeszentralbanken nur scheinbar ein föderales Gebilde. Nach dem Bundesbankgesetz sind nämlich die Landeszentralbanken nicht Landes-, sondern *Bundes*behörden[22], handeln also nicht für die deutschen Bundesländer, sondern stellen bloße „Hauptverwaltungen" (§ 8 Abs. 1 BBankG) der Frankfurter Zentrale dar. In ähnlicher Weise kann man heute die nationalen Notenbanken im ESZB als „Gemeinschaftsbehörden"[23] bezeichnen, denn als integrale Bestandteile des ESZB handeln sie nicht mehr im nationalen Auf-

---

[19] Vgl. Zilioli/Selmayr, *supra,* Fußnote 4, S. 194 ff., mit Nachweisen aus der Rechtsprechung des deutschen und des österreichischen Verfassungsgerichts.

[20] Vgl. Sauerzopf/Selmayr, 1998, S. 12 ff. (S. 12); Zilioli/Selmayr, *supra,* Fußnote 4, S. 203 ff.; Selmayr, *supra,* Fußnote 10, S. 2430.

[21] Vgl. Zilioli/Selmayr, *supra,* Fußnote 4, S. 209; Selmayr, *supra,* Fußnote 10, S. 2430.

[22] § 29 Abs. 1 Satz 2 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank.

[23] Vgl. Zilioli/Selmayr, supra, Fußnote 4, S. 213 ff.; Selmayr, supra, Fußnote 10, S. 2431.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

trag, sondern stets mit supranationalem Mandat und auf Weisung aus dem Frankfurter „Euro-Tower".

II. Entpolitisierung der Geldpolitik

Zweiter rechtlicher Grundparameter der Geldpolitik in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion ist ihre *Entpolitisierung*. Mit dem Begriff der Entpolitisierung soll selbstverständlich nicht die eminente politische Bedeutung der von der EZB bestimmten Geldpolitik bestritten werden. Gemeint ist damit vielmehr die vollständige Ausgliederung der EZB aus dem üblicherweise für tagespolitische Entscheidungen zuständigen Institutionengefüge, insbesondere ihre Distanz gegenüber Legislative und Exekutive auf nationaler wie auf Gemeinschaftsebene.

Rechtstechnisch wird die Emanzipation der EZB von der Tagespolitik vor allem durch ihre im EG-Vertrag verankerte weitreichende *Weisungsunabhängigkeit* gewährleistet. So ist es der EZB, den nationalen Zentralbanken sowie den Beschlussorganen im ESZB nach Art. 108 Satz 1 EG-Vertrag ausnahmslos untersagt, Weisungen entgegenzunehmen. Dieses Verbot gilt für Weisungen aller Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft, für Weisungen der Regierungen der Mitgliedstaaten und schließlich – und dadurch wird es zu einem umfassenden Verbot – für Weisungen von „anderen Stellen", also etwa auch gegenüber nationalen Parlamenten, dem Europäischen Rat oder dem in der Praxis so bedeutsamen Wirtschafts- und Finanzausschuss der Europäischen Gemeinschaft. Den Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie den Regierungen der Gemeinschaft wird darüber hinaus durch Art. 108 Satz 2 EG-Vertrag verboten, auch nur zu versuchen, Einfluss auf die Entscheidungsgremien der EZB oder der nationalen Zentralbanken zu nehmen.

Angesichts des umfassenden, alle nationalen, intergouvernementalen und supranationalen Stellen erfassenden Adressatenkreises von Art. 108 EG-Vertrag ist die EZB rechtlich gesehen sogar noch unabhängiger als vormals die Deutsche Bundesbank[24]. Diese hatte in den über 40 Jahren, in denen sie für die Geldpolitik der D-Mark verantwortlich zeichnete, allein „von Weisungen *der Bundesregierung* unabhängig" zu sein (§ 12 Satz 1 BBankG). Es stand damit dem Bundestag als deutschem Gesetzgeber jederzeit frei, durch Änderungen des Bundesbankgesetzes oder eine andere *lex posterior* auf die Geldpolitik der Bundesbank Einfluss zu nehmen. Außerdem war die

[24] So auch die Bewertung von Issing, S. 3, nach dem „die EZB-Statuten [...] strikter formuliert und im politischen Prozeß weit schwieriger zu ändern sind als ihre Entsprechungen in den nationalen Notenbankstatuten wie beispielsweise im Bundesbankgesetz."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Weisungsunabhängigkeit der Bundesbank schon nach dem Bundesbankgesetz selbst nicht ohne Ausnahme. So verfügte die Bundesregierung nach § 13 Abs. 2 Satz 3 BBankG über ein (wenn auch tatsächlich nie aktiviertes) suspensives Vetorecht gegenüber Beschlüssen des Zentralbankrats, deren Aussetzung sie für die Dauer von zwei Wochen verlangen konnte – eine Vorschrift, die mit der Eingliederung der Bundesbank in das ESZB aufgehoben werden musste, da sie nicht mit den strengen Vorgaben des Art. 108 EG-Vertrag vereinbar war.

Die Entpolitisierung der EZB beschränkt sich allerdings nicht auf das klare und ausnahmslose Weisungsverbot des Art. 108 EG-Vertrag, sondern wird in zahlreichen Vertragsbestimmungen konkretisiert und ergänzt; in ihrer Gesamtheit stellen diese Vorschriften eine umfassende Unabhängigkeit der EZB in personeller, institutioneller und finanzieller Hinsicht sicher.

Die *personelle Unabhängigkeit* der EZB wird zunächst durch den Pluralismus der Ernennungsinstanzen für die Mitglieder ihrer Beschlussorgane gewährleistet, durch den verhindert wird, dass ein bestimmtes Gremium den Ernennungsprozess politisch instrumentalisieren kann. Während die sechs EZB-Direktoriumsmitglieder im Einvernehmen von den zwölf auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs tagenden Regierungen der am Euro teilnehmenden Mitgliedstaaten jeweils auf acht Jahre ernannt werden (Art. 112 Abs. 2 Buchstabe b EG-Vertrag) – und damit die Legislaturperioden sowohl auf nationaler wie auf Gemeinschaftsebene überdauern –, werden die zwölf zusätzlich im EZB-Rat mitwirkenden nationalen Zentralbankpräsidenten entsprechend den jeweils in den nationalen Zentralbankgesetzen vorgesehenen Verfahren auf mindestens fünf Jahre ernannt (Art. 14.2 UAbs. 1 ESZB-Satzung). Um zu vermeiden, dass alle sechs Direktoriumsmitglieder auf einmal ausgewechselt werden, sind zusätzlich gemäß Art. 50 ESZB-Satzung die Amtszeiten der ersten sechs Direktoriumsmitglieder gestaffelt. Vertragsgemäß ist deshalb der EZB-Präsident auf acht Jahre[25], der Vizepräsident auf vier Jahre und die übrigen Direktoriumsmitglieder für Amtszeiten zwischen fünf und acht Jahren ernannt worden. Besonders wichtig für die persönliche Unabhängigkeit ist dabei, dass eine Wiederernennung der Direktoriumsmitglieder nicht zulässig ist (Art. 112 Abs. 2 EG-Vertrag). Außerdem können die Direktoriumsmitglieder nur durch den EuGH vorzeitig ihres Amtes enthoben werden (Art. 11.4 ESZB-Satzung), während den Präsidenten der nationalen Zentralbanken bei ungerechtfertigten Entlassungen durch die zuständigen nationalen Stellen ein Klagerecht

[25] Der EZB-Präsident ist formgerecht für acht Jahre ernannt worden und kein Mitgliedstaat kann rechtlich sein vorzeitiges Ausscheiden verlangen. Zu dieser Frage ausführlich Selmayr, 1998b, S. 39, sowie 1999a, S. 357 (S. 388 ff.). Vgl. ebenso Zilioli, in: Von der Groeben/Thiesing/Ehlermann, Kommentar zum EU-/EG-Vertrag (Baden-Baden 1999), Satzung ESZB und EZB Artikel 11, Randnr. 6.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

vor dem EuGH gegen den betreffenden Mitgliedstaat zusteht (Art. 14.2 UAbs. 2 ESZB-Satzung).

Die *institutionelle Unabhängigkeit* ermöglicht es der EZB, die Rahmenbedingungen ihrer Politik weitgehend ohne Mitwirkung des Gemeinschaftsgesetzgebers festzulegen und zu gestalten. Denn die EZB ist durch den EG-Vertrag als eigenständige juristische Person ausgestaltet worden (Art. 107 Abs. 2 EG-Vertrag), welche über eigene Beschlussorgane – den EZB-Rat, das Direktorium und den Erweiterten Rat der EZB – handeln kann und in Gestalt der ihr weisungsunterworfenen nationalen Zentralbanken zudem über einen eigenen organisatorischen Unterbau in den Mitgliedstaaten verfügt, durch den sie ihre Geldpolitik im Wesentlichen unabhängig von den Gemeinschaftsorganen und den Mitgliedstaaten implementieren kann. Der EG-Vertrag und die ESZB-Satzung übertragen der EZB zudem für eine Zentralbank ausgesprochen weitgehende Rechtsetzungsbefugnisse. So hat die EZB nach Art. 110 Abs. 1 EG-Vertrag und Art. 34.1 ESZB-Satzung die Kompetenz, in ihrem Aufgabenbereich wie der Gemeinschaftsgesetzgeber selbst unmittelbar in den Mitgliedstaaten geltende Verordnungen zu erlassen sowie Entscheidungen an natürliche und juristische Personen in den Mitgliedstaaten zu richten, wenn ihre Aufgaben dies erfordern. Der EG-Vertrag macht auf diese Weise die EZB selbst zum „Gemeinschaftsgesetzgeber" für den Bereich der Geldpolitik im weiteren Sinne. Der Rat als traditioneller Gesetzgeber des Gemeinsamen Marktes hat demgegenüber nur eine Zuständigkeit zum Erlass sogenannter „ergänzender Rechtsvorschriften" (Art. 42 ESZB-Satzung), z. B. zum Erlass einer Verordnung, welche den Kreis der natürlichen und juristischen Personen definiert, die verpflichtet sind, der EZB die von ihr benötigten statistischen Daten zu übermitteln[26] (Art. 5.4 ESZB-Satzung). Während jedoch die EZB ihre Rechtsakte im Bereich der Geldpolitik ohne Mitwirkung der Gemeinschaftsorgane erlässt, kann der Rat seine ergänzenden Rechtsvorschriften nur auf Empfehlung oder jedenfalls nach Anhörung der EZB erlassen (Art. 105 Abs. 4 erster Gedankenstr. EG-Vertrag). Institutionell ist damit die EZB den Gemeinschaftsorganen, auch dem Gemeinschaftsgesetzgeber, nicht unter-, sondern gleichgeordnet, was ihren Handlungsspielraum und ihre Eigenständigkeit gegenüber der nationalen wie supranationalen Tagespolitik erheblich erweitert.

Die *finanzielle Unabhängigkeit* der EZB zeigt sich daran, dass ihre Einnahmen und Ausgaben nicht Teil des Gemeinschaftsbudgets sind, welches dem Haushaltsverfahren der Art. 268 ff. EG-Vertrag unterliegt. Vielmehr verfügt die EZB über eigene Finanzmittel: über ihr Kapital in Höhe von 5 Milliarden Euro[27] (Art. 28.1 ESZB-Satzung); über die ihr in Höhe von der-

[26] Verordnung (EG) Nr. 2533/98 des Rates vom 23. November 1998 über die Erfassung statistischer Daten durch die Europäische Zentralbank, ABl. 1998 Nr. L 318/8.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zeit ca. 40 Milliarden Euro übertragenen Währungsreserven[28] (Art. 30.1 u. 30.4 ESZB-Satzung); sowie über die ihr aus der Banknotenausgabe zufließenden monetären Einkünfte (Art. 32.1 ESZB-Satzung). Ein Nettogewinn der EZB wird nicht in den Gemeinschaftshaushalt eingestellt, sondern von ihr selbst verwendet. Dabei werden bis zu 20 Prozent eines solchen Gewinns zunächst dem allgemeinen Reservefonds der EZB zugeführt, bis dieser 5 Milliarden Euro beträgt; der verbleibende Nettogewinn wird an die nationalen Zentralbanken als Anteilseigner der EZB ausgeschüttet (Art. 33.1 ESZB-Satzung). Auch Verluste der EZB wirken sich auf den Gemeinschaftshaushalt nicht aus, sondern werden aus dem allgemeinen Reservefonds oder den monetären Einkünften der EZB gedeckt (Art. 33.2 ESZB-Satzung). Die finanzielle Trennung der EZB-Finanzmittel vom Gemeinschaftshaushalt ist deshalb so wichtig, da es Art. 101 EG-Vertrag der EZB aus ordnungspolitischen Gründen verbietet, den Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten einzuräumen und so den Gemeinschaftshaushalt monetär zu finanzieren. Der Vorschlag der französischen Regierung, das Kapital der EZB von den Mitgliedstaaten und von der Gemeinschaft zeichnen lassen[29], war auf der Regierungskonferenz in Maastricht im Interesse einer weitreichenden finanziellen Unabhängigkeit der EZB abgelehnt worden. Folge der Trennung der Finanzmittel der EZB vom Gemeinschaftshaushalt ist es, dass die Einnahmen und Ausgaben der EZB – abgesehen von einer generellen Analyse der Verwaltungseffizienz der EZB – nicht vom Europäischen Rechnungshof überprüft wer-

---

[27] Gemäß Art. 28.1 Satz 2 ESZB-Satzung kann der EZB-Rat beschließen, das Kapital der EZB zu erhöhen. Die Obergrenze für eine solche Kapitalerhöhung sind nach der Verordnung (EG) Nr.1009/2000 des Rats v. 8. Mai 2000 über Kapitalerhöhungen der Europäischen Zentralbank, ABl. 2000 Nr. L 115/1, derzeit weitere 5 Milliarden Euro.

[28] Gemäß Art. 30.4 ESZB-Satzung kann der EZB-Rat beschließen, von den nationalen Zentralbanken die Einzahlung weiterer Währungsreserven zu verlangen. Durch die Verordnung (EG) Nr.1010/2000 des Rates v. 8. Mai 2000 über die Einforderung weiterer Währungsreserven durch die Europäische Zentralbank, ABl. 2000 Nr. L 115/2, ist die Obergrenze für solche „Nachforderungen" derzeit auf weitere 50 Milliarden Euro festgesetzt worden.

[29] Zur Diskussion um den diese Frage regelnden Artikel 2-6 des französischen Vertragsentwurfs vgl. Bailleix-Banerjee, 1999, S. 102 f., S. 190 sowie S. 311. Die Bedeutung der finanziellen Trennung des EZB-Kapitals von den Finanzen der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft wurde besonders hervorgehoben von de Larosière, Intervention au VIIIe Congrès du Comité des syndicats des Banques centrales européennes, 27 March 1990, Banque de France-Info, n° 90-12, 27 March 1990, S. 8.

[30] Nach Art. 248 Abs. 1 EG-Vertrag ist der Europäische Rechnungshof nur zuständig für die Einnahmen und Ausgaben der Gemeinschaft sowie für alle Einnahmen und Ausgaben der von der Gemeinschaft geschaffenen Errichtungen. Die EZB ist jedoch nicht von der Gemeinschaft, sondern durch den EG-Vertrag selbst ge-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

den[30]. Das Finanzgebaren der EZB wird stattdessen durch unabhängige externe Wirtschaftsprüfer kontrolliert (Art. 27.1 ESZB-Satzung), derzeit durch die Wirtschaftsprüfer *Coopers & Lybrand*[31].

Insgesamt ist die EZB von der Rechtsperson Europäische Gemeinschaft personell, institutionell und finanziell klar getrennt. Sie ist dieser nicht unter-, sondern in einer Art „Assoziierungsverhältnis" beigeordnet. Organisationsrechtlich ist daher die EZB nicht als Organ der Europäischen Gemeinschaft anzusehen, sondern als *selbständige Sonderorganisation des Gemeinschaftsrechts* zu qualifizieren[32]. Zwischen der Gemeinschaft und der EZB besteht kein hierarchisches Verhältnis, sondern lediglich eine kooperative Beziehung. Diese kommt z. B. darin zum Ausdruck, dass einerseits der Präsident des Rates der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN) und ein Mitglied der Kommission – natürlich ohne Stimmrecht – an den Sitzungen des EZB-Rats teilnehmen können (Art. 113 Abs. 1 EG-Vertrag), andererseits der EZB-Präsident zur Teilnahme an Tagungen des ECOFIN-Rates eingeladen wird, wenn dieser Fragen im Zusammenhang mit den Zielen und Aufgaben des ESZB erörtert (Art. 113 Abs. 2 EG-Vertrag). Ein solcher Dialog ist zur Koordinierung der allgemeinen Wirtschaftspolitiken sinnvoll und gefährdet aufgrund seiner Unverbindlichkeit und der Offenheit seines Ergebnisses in keiner Weise die Unabhängigkeit der EZB.

Die Entpolitisierung der von der EZB festgelegten und ausgeführten Geldpolitik ist kein Selbstzweck, sondern im untrennbaren Zusammenhang mit dem Ziel zu sehen, welches der EG-Vertrag in Art. 4 Abs. 2 und in Art. 105 Abs. 1 Satz 1 EG-Vertrag sowie in Art. 2 ESZB-Satzung der einheitlichen Geldpolitik der EZB vorgibt: die vorrangige Verpflichtung auf die *Preisstabilität*. Durch die organisationsrechtliche Ausgliederung der EZB und ihrer Geldpolitik aus dem tagespolitischen Geschehen trägt der EG-Vertrag dem historischen Erfahrungswert Rechnung, dass Preisstabilität als längerfristiges Politikziel in der Praxis regelmäßig mit den Interessen von gewählten Mandatsträgern und Regierungsmitgliedern kollidiert, die ihrerseits in ihren Handlungsmöglichkeiten und Handlungsmitteln wesentlich von Geldmenge und Geldwert abhängen, aber auf die kurzfristige Zustimmung politischer Kräfte angewiesen sind[33]. Nur dieses Interesse an der

---

schaffen worden (Art. 8 u. 123 Abs. 1 EG-Vertrag), so dass ihre Einnahmen und Ausgaben nach der Spezialregelung des Art. 27 ESZB-Satzung überprüft werden.

[31] Vgl. Empfehlung EZB/1998/3 vom 19. Juni 1998 an den Rat der Europäischen Union im Hinblick auf die externen Rechnungsprüfer der Europäischen Zentralbank, ABl. 1998 Nr. C 246/5 sowie den Beschluss 98/481/EG des Rates vom 20. Juli 1998 zur Anerkennung der externen Rechnungsprüfer der Europäischen Zentralbank, ABl. 1998 Nr. L 216/7.

[32] Vgl. hierzu Selmayr, 1999a, S. 357 (S. 369 ff.); ebenso Scheller, in: Glomb/Lauk (Hrsg.), Euro-Guide: Handbuch der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (Köln 1998), S. 2; ausführlich Zilioli/Selmayr, 2000, S. 591 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Preisstabilität rechtfertigt also eine Immunisierung der Geldpolitik gegenüber der Tagespolitik und damit eine Modifikation des allgemeinen Demokratieprinzips zugunsten der Zentralbankunabhängigkeit.

III. Verrechtlichung der Geldpolitik

Der dritte rechtliche Grundparameter der von der EZB verantworteten Geldpolitik ist deren *Verrechtlichung*. Es bedeutet in mehrfacher Hinsicht einen erheblichen qualitativen Unterschied, dass heute Grundlage der Geldpolitik für zwölf europäische Staaten nicht mehr Gesetze wie das Bundesbankgesetz oder das Gesetz über die Banque de France sind, sondern der EG-Vertrag und die ESZB-Satzung. Denn das Europäische Gemeinschaftsrecht ist eine ganz besondere Art von Recht.

Das Gemeinschaftsrecht ist zunächst *übernationales Recht*. Dies zeigt sich bereits an der Mehrsprachigkeit der Rechtstexte, welche der Tätigkeit der EZB zugrunde liegen. Sowohl der EG-Vertrag selbst als auch die diesem als Protokoll Nr. 18 beigefügte ESZB-Satzung haben zwölf authentische Vertragssprachen, denen jeweils der gleiche Stellenwert zukommt (Art. 314 EG-Vertrag). Zu berücksichtigen ist außerdem, dass das Gemeinschaftsrecht – insbesondere seine allgemeinen Rechtsgrundsätze – zugleich von 15 unterschiedlichen nationalen Rechtstraditionen beeinflusst wird (vgl. Art. 288 Abs. 2 EG-Vertrag). Dies führt zwangsläufig zu einer anderen Methodik bei der Auslegung dieser Rechtstexte als dies in einem rein nationalrechtlichen Kontext möglich und zulässig wäre. So hat insbesondere der Wortlaut einzelner Rechtsvorschriften im Gemeinschaftsrecht nur eine nachrangige Bedeutung. Wichtiger sind der objektive Zweck einer Vorschrift und der Geist des EG-Vertrags, also die sogenannte teleologische Auslegungsmethode. Es ist daher durchaus denkbar, dass im Einzelfall Vorschriften der ESZB-Satzung eine ganz andere Bedeutung haben als im Wesentlichen gleichlautende Bestimmungen des Bundesbankgesetzes[34].

Normenhierarchisch stellt der EG-Vertrag *Verfassungsrecht* dar, oder, wie der EuGH es nennt, die „Verfassungsurkunde einer Rechtsgemein-

[33] So ausdrücklich BVerfGE 89, 155 (208) – Maastricht.

[34] Vgl. EuGH, Rs. 283, 81, C.I.L.F.I.T., Slg. 1982, 3415, Randnr. 18 ff., wo die Notwendigkeit eines Sprachenvergleichs bei der Auslegung des Gemeinschaftsrechts betont und auf die eigene gemeinschaftsrechtliche Terminologie hingewiesen wird: „Im übrigen ist hervorzuheben, dass Rechtsbegriffe im Gemeinschaftsrecht und in den verschiedenen nationalen Rechten nicht unbedingt gleichen Gehalt haben müssen. Schließlich ist jede Vorschrift des Gemeinschaftsrechts in ihrem Zusammenhang zu sehen und im Lichte des gesamten Gemeinschaftsrechts, seiner Ziele und seines Entwicklungsstands zur Zeit der Anwendung der betreffenden Vorschrift auszulegen."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schaft"[35]. Denn der EG-Vertrag steht nicht zur Disposition einzelner Mitgliedstaaten oder der Gemeinschaftsorgane, sondern hat Vorrang vor jeder Form von nationalem Recht, ebenso vor dem von den Gemeinschaftsorganen gesetzten – sekundären – Gemeinschaftsrecht. Zum vorrangigen und damit primären Gemeinschaftsrecht gehören neben dem EG-Vertrag selbst auch die diesem im Einvernehmen beigefügten Protokolle (Art. 311 EG-Vertrag), also auch das Protokoll Nr. 18, welches die ESZB-Satzung enthält. Die im EG-Vertrag und in der ESZB-Satzung niedergelegte unabhängige Rechtsstellung der EZB kann somit nur im Wege des aufwendigen Vertragsänderungsverfahrens nach Art. 48 EU-Vertrag geändert werden, was das Einvernehmen aller 15 Mitgliedstaaten und auch die Konsultation der EZB erfordern würde. Damit hat die Unabhängigkeit der EZB im Europäischen Gemeinschaftsrecht Verfassungsqualität – ein weiterer wesentlicher Unterschied zur Stellung der Deutschen Bundesbank. Deren Rechtsstellung war nur in einem einfachen Gesetz festgelegt und hatte nach ganz herrschender Meinung[36] keinen Verfassungsrang. Denn in Art. 88 Satz 1 des Grundgesetzes ist nur die Existenz einer Währungs- und Notenbank des Bundes vorgesehen, nicht aber deren Unabhängigkeit festgeschrieben, die auf § 12 Satz 2 BBankG und damit lediglich auf einfachem Gesetzesrecht beruhte. Die im Gemeinschaftsverfassungsrecht wurzelnde Unabhängigkeit der EZB findet dagegen heute ausdrücklich Erwähnung in Art. 88 Satz 2 des Grundgesetzes.

Schließlich ist das gesamte Gemeinschaftsrecht in vollem Umfang *justitiables Recht*. Für seine Auslegung und Anwendung ist in letzter Instanz ausschließlich der EuGH zuständig. Im Wege der Direktklagen können vor dem EuGH Gemeinschaftsrechtsakte angegriffen und so einer Rechtmäßigkeitskontrolle zugeführt werden (Art. 230, 232 EG-Vertrag). Außerdem können nationale Gerichte den EuGH mit Fragen zur Auslegung des Gemeinschaftsrechts befassen (Art. 234 EG-Vertrag). Es besteht nach dem EG-Vertrag somit ein umfassendes Rechtsschutzsystem, in dem weder die Mitgliedstaaten noch die Gemeinschaftsorgane der Kontrolle darüber entzogen sind, ob ihre Handlungen im Einklang mit dem EG-Vertrag als der Verfassungsurkunde der Gemeinschaft stehen[37].

Für die EZB bedeutet die umfassende Juridifizierung, dass sie bei ihrer Tätigkeit als Geschöpf der Vorschriften des EG-Vertrags und der ESZB-Satzung ausnahmslos an die Vorgaben des primären Gemeinschaftsrechts gebunden ist. Insbesondere unterliegt die EZB bei allen ihren Handlungen,

---

[35] Gutachten 1/91, Europäischer Wirtschaftsraum I, Slg. 1991, I-6079, Randnr. 21.

[36] Exemplarisch Stern, 1988, § 35 V 2.

[37] EuGH, Rs. 294/83, Les Verts/Europäisches Parlament, Slg. 1986, 1339, Randnr. 23.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auch bei der Definition ihrer Geldpolitik, dem *Prinzip der begrenzten Ermächtigung,* darf also nur Handlungen vornehmen, für die der EG-Vertrag oder die ESZB-Satzung ausdrücklich oder jedenfalls implizit eine Ermächtigungsgrundlage enthalten (Art. 8 EG-Vertrag und Art. 1.1 ESZB-Satzung). Die geldpolitischen Handlungsmöglichkeiten der EZB sind damit im Wesentlichen diejenigen, die in Art. 17 bis 24 ESZB-Satzung aufgeführt sind, also insbesondere die Befugnis zu Offenmarkt- und Kreditgeschäften (Art. 18 ESZB-Satzung), zu einer Mindestreservepolitik (Art. 19 ESZB-Satzung) sowie zu Devisengeschäften (Art. 23 ESZB-Satzung). An der Übereinstimmung mit diesen Rechtsgrundlagen ist die Geldpolitik der EZB zu messen, wenn es um die Überprüfung der Rechtmäßigkeit ihrer geldpolitischen Entscheidungen geht.

Neben Rechtsgrundlagen enthalten der EG-Vertrag und die ESZB-Satzung *konkrete materielle Zielvorgaben* für die Geldpolitik der EZB. Die EZB wird durch Art. 4 Abs. 2 und Art. 105 Abs. 1 Satz 1 EG-Vertrag sowie durch Art. 2 ESZB-Satzung auf die Gewährleistung der Preisstabilität als vorrangiges Ziel verpflichtet. Damit unterliegt die EZB bei der Festlegung ihrer Geldpolitik sehr viel strengeren rechtlichen Bindungen als die Gemeinschaftsorgane Rat, Kommission und Parlament. Diesen lässt das Zielpolygon des Art. 2 EG-Vertrag bei ihren Politiken und Maßnahmen die Wahl zwischen einer harmonischen, ausgewogenen und nachhaltigen Entwicklung des Wirtschaftslebens, einem hohen Beschäftigungsniveau, der Gleichstellung von Männern und Frauen, einem beständigen nichtinflationären Wirtschaftswachstum, einem hohen Maß an Umweltschutz oder der Förderung der Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten, um nur einige Ziele der Gemeinschaft zu nennen. All diese Politikziele sind für die Gemeinschaftsorgane gleichermaßen zu berücksichtigen, während der EZB die Preisstabilität ausdrücklich als *vorrangiges* Politikziel vorgegeben ist. Zwar hat die EZB nach Art. 105 Abs. 1 Satz 2 EG-Vertrag mit ihrer Geldpolitik auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft zu unterstützen, „um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen." Dies ist allerdings nur solange von ihr gefordert, wie dies „ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist". Damit ist für die EZB die Preisstabilität eindeutig ein *Primärziel,* hinter welchem im Fall eines Zielkonflikts die in Art. 2 EG-Vertrag genannten *Sekundärziele* – etwa ein hohes Beschäftigungsniveau – aus Rechtsgründen zurückzutreten haben. Dies schränkt den geldpolitischen Handlungsspielraum der EZB erheblich ein. Man vergleiche demgegenüber die Rechtslage des amerikanischen Federal Reserve Systems, das nach dem Federal Reserve Act die Pflicht hat, drei Ziele zugleich zu realisieren: einen möglichst hohen Beschäftigungsstand, stabile Preise und moderate langfristige Zinsen. Eine klare Rangordnung ist nicht vorgegeben, der geld-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

politische Handlungsspielraum der „Fed" dementsprechend größer als der der EZB[38].

Gebunden ist die EZB bei ihrer Geldpolitik schließlich an die *Grundfreiheiten* des EG-Vertrags, an die *Gemeinschaftsgrundrechte* sowie an die *allgemeinen Rechtsgrundsätze des Gemeinschaftsrechts,* wie sie in der Rechtsprechung des EuGH entwickelt worden sind. Eine Geldpolitik, welche Kreditinstitute in einzelnen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets diskriminieren oder sonst willkürlich behandeln würde, wäre ebenso verboten wie die Auferlegung von unverhältnismäßigen Sanktionen bei einem Verstoß gegen die Mindestreserveverordnung der EZB.

Prozessual lassen sich diese rechtlichen Grenzen der Geldpolitik durch die im EG-Vertrag und in der ESZB-Satzung vorgesehenen Rechtsschutzverfahren vor dem EuGH durchsetzen. Denn in ihrer Eigenschaft als selbständige Sonderorganisation *des Gemeinschaftsrechts* unterliegt die EZB zwar nicht den Weisungen der Gemeinschaftsorgane, sehr wohl aber der rechtlichen Kontrolle der Gemeinschaftsjudikative. Dies bestätigen der EG-Vertrag und die ESZB-Satzung, nach denen vor dem EuGH Klagen von der EZB und gegen die EZB erhoben werden können (Art. 35 ESZB-Satzung), wodurch auch die EZB in das umfassende Rechtsschutzsystem des Gemeinschaftsrechts einbezogen ist. Die EZB hat also einerseits die Möglichkeit, ihre entnationalisierte und entpolitisierte Sonderstellung vor den Schranken des EuGH zu verteidigen. Andererseits kann sich die EZB auch jederzeit selbst vor diesen Schranken wiederfinden, wenn ein Mitgliedstaat, ein Gemeinschaftsorgan, ein einzelner Bürger oder ein Unternehmen der Auffassung ist, dass sich die EZB rechtswidrig verhalten hat und die entsprechenden Prozessvoraussetzungen nach EG-Vertrag und ESZB-Satzung beachtet.

Der EuGH ist damit das einzige Gemeinschaftsorgan, welches der EZB Grenzen setzen und damit den Vorrang des Rechts auch vor der Geldpolitik bekräftigen kann. Es ist offensichtlich die Konzeption des EG-Vertrags, die fehlende demokratische Kontrolle bei den täglichen Entscheidungen der EZB durch eine relativ strikte Regelbindung[39] und Rechtskontrolle zu ersetzen. Man kann insofern die beachtliche Verrechtlichung der Geldpolitik durch das primäre Gemeinschaftsrecht als Gegenstück und Kompensa-

---

[38] Vgl. hierzu Blinder, 1996, S. 1 ff. (S. 5 ff.).

[39] Hinzuweisen ist an dieser Stelle darauf, dass die Regelbindung für die EZB durch das primäre Gemeinschaftsrecht selbstverständlich nur eine Bindung im Grundsätzlichen darstellt, nicht aber zu einem Mechanismus bei alltäglichen Entscheidungen führt, welcher die Zentralbanker in Frankfurt am Ende zu reinen „Subsumtionsautomaten" reduzieren würde. Es handelt sich vielmehr um eine sogenannte trendorientierte Regelbindung; vgl. hierzu Remsperger, 1979, S. 15, nach dem „auch bei Realisierung einer trendorientierten Regelbindung laufend diskretionäre Entscheidungen in der Geld- und Sozialpolitik getroffen werden müssen."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

tion zur weitreichenden Entnationalisierung und Entpolitisierung der Geldpolitik ansehen.

B. Die Geldpolitik der EZB in der Praxis

Die dargestellten rechtlichen Grundparameter der Geldpolitik der EZB sollen im Folgenden anhand von drei teils fiktiven, teils der Praxis entnommenen Beispielsfällen erläutert werden.

Fall 1: Die Protokolle des EZB-Rats

Der deutsche Staatsangehörige Karl S. verfolgt interessiert, aber sehr kritisch die Geldpolitik der EZB. Die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats vom 27. April 2000, durch welche die Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet zum dritten Mal in Folge – diesmal um 0.25 Prozentpunkte – erhöht worden sind, findet er unverständlich. Karl S. stellt deshalb bei der Direktion für Externe Beziehungen der EZB einen Antrag auf Zugang zu den Protokollen der Sitzung des EZB-Rats vom 27. April 2000. Er möchte in jedem Fall erfahren, welche Auffassungen die einzelnen Mitglieder des EZB-Rats zu dieser Zinserhöhung vertreten und wie sie am Ende abgestimmt haben. Insbesondere interessiert es ihn, wie sich der Präsident der Deutschen Bundesbank zu dieser Frage geäußert und ob er für oder gegen die Zinserhöhung gestimmt hat.

Die Transparenz von Zentralbankentscheidungen lässt sich als notwendige Begleiterscheinung einer entpolitisierten Geldpolitik ansehen. Wenn die Geldpolitik schon im Interesse der Preisstabilität der Kontrolle von Regierungen und Parlamenten entzogen ist, so soll sie wenigstens in aller Öffentlichkeit beschlossen werden[40]. Dementsprechend sind einige Transparenzpflichten der EZB im EG-Vertrag selbst enthalten. So hat die EZB ihre Verordnungen und Entscheidungen im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften zu publizieren (Art. 110 Abs. 2 UAbs. 4 in Verbindung mit Art. 254 EG-Vertrag). Außerdem ist die EZB verpflichtet, dem Europäischen Parlament, dem Rat, der Kommission sowie dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die Tätigkeit des ESZB und die Geld- und Währungspolitik im vergangenen und laufenden Jahr vorzulegen (Art. 113 Abs. 3 Satz 1 EG-Vertrag). Auf der Grundlage dieses Jahresberichts hat

[40] Zum Problemkreis Zentralbankunabhängigkeit und Transparenz/Accountability vgl. ausführlich Amtenbrink, 1999.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sich der EZB-Präsident einer allgemeinen Aussprache im Europäischen Parlament zu stellen (Art. 113 Abs. 3 Satz 2 EG-Vertrag).

In der Praxis geht die EZB in erheblichem Maße über diese rechtlichen Vorgaben hinaus. Sie veröffentlicht neuerdings zur Information der Öffentlichkeit[41] neben EZB-Verordnungen und EZB-Entscheidungen auch einige der wichtigen, an die nationalen Zentralbanken gerichteten EZB-Leitlinien[42] sowie nicht der Publikationspflicht unterliegende EZB-Beschlüsse[43]. Sie hat außerdem der Öffentlichkeit die Einzelheiten ihrer geldpolitischen Strategie bekanntgegeben[44], veröffentlicht sogenannte Monatsberichte über ihre Tätigkeit sowie deren ökonomische und rechtliche Hintergründe und veranstaltet regelmäßig im Anschluss an die erste monatliche EZB-Ratssitzung eine Pressekonferenz. Mitglieder des EZB-Direktoriums besuchen schließlich neben der Aussprache über den EZB-Jahresbericht regelmäßig den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments[45]. Die EZB kann sich damit zu den transparentesten Zentralbanken der Welt zählen. Insbesondere betreibt sie ihre Geldpolitik wesentlich offener als vormals die Deutsche Bundesbank[46].

Der geschilderte Beispielsfall betrifft nun eine weitere Möglichkeit, Zentralbankentscheidungen transparent zu machen: die Veröffentlichung der Protokolle der Sitzungen des Zentralbankrats sowie des Abstimmungsverhaltens der einzelnen Ratsmitglieder. Das Verfahren für den Zugang zu Dokumenten der EZB hat diese im Beschluss EZB/1998/12 vom 3. November 1998 über den Zugang der Öffentlichkeit zur Dokumentation und zu den Archiven der Europäischen Zentralbank geregelt[47]. Danach kann ein einzelner Bürger bei der EZB-Direktion für Externe Beziehungen die Einsichtnahme in oder die Zusendung von Verwaltungsdokumenten beantragen, d. h.

---

[41] Und wohl auch wegen der möglichen unmittelbaren Wirkung solcher Leitlinien; vgl. hierzu Zilioli/Selmayr, supra, Fußnote 4, S. 336 ff.

[42] Z. B. die Leitlinie EZB/1998/17 vom 1. Dezember 1998 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank in den Bereichen Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus, ABl. 1999 Nr. L 115/47.

[43] Vgl. den Beschluss EZB/2000/12 vom 10. November 2000 über die Veröffentlichung von bestimmten Rechtsakten und -instrumenten der Europäischen Zentralbank, ABl. 2001 Nr. L 55/68.

[44] Vgl. EZB, „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems", EZB-Monatsbericht, Januar 1999, S. 43 ff. Hierzu Selmayr, supra, Fußnote 10, S. 2437 ff.

[45] Ausführlich nachgewiesen unter http://www.europarl.eu.int/dg2/econ/EMU/EN/default.htm.

[46] Vgl. hierzu ausführlich Deutsche Bundesbank, „Transparenz in der Geldpolitik", Monatsbericht März 2000, S. 15 ff., insbesondere die tabellarische Übersicht über die Transparenzpolitik einiger wichtiger Zentralbanken auf S. 20.

[47] ABl. 1999 Nr. L 110/30.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

von jeder Aufzeichnung bestehender, die aktuelle Organisation und das Funktionieren der EZB betreffender Daten ungeachtet des dafür verwendeten Mediums (Art. 1 Abs. 2 des Beschlusses).

Die Entscheidung über den Antrag von Karl S. steht allerdings nicht im freien Ermessen der EZB. Denn für die Sitzungen des EZB-Rats gilt der rechtliche Grundsatz des Art. 10.4 ESZB-Satzung, wo es heißt:

> „Die Aussprachen in den Ratssitzungen sind vertraulich. Der EZB-Rat kann beschließen, das Ergebnis seiner Beratungen zu veröffentlichen."

Nach dieser Vorschrift des primären Gemeinschaftsrechts sind die *Aussprachen* – d.h. die Stellungnahmen, Wortwechsel, Diskussionen – zwischen den 18 Mitgliedern des EZB-Rats stets vertraulich. Dies heißt zunächst, dass die Öffentlichkeit keinen Zugang zu den Ratssitzungen selbst hat, also keine Zuschauer zugelassen werden und auch keine Fernsehübertragungen aus dem Sitzungssaal möglich sind. Vertraulichkeit geht aber über die bloße Nichtöffentlichkeit hinaus[48]. Wer etwas einer anderen Person „im Vertrauen" mitteilt, der erwartet selbstverständlich, dass diese Person den Inhalt dieses Gespräches auch später nicht weitergibt. Die Aussprachen im EZB-Rat blieben also auch dann nicht vertraulich im Sinne von Art. 10.4 Satz 1 ESZB-Satzung, wenn im Anschluss an die Ratssitzungen deren protokollierter Inhalt veröffentlicht würde. Um praktische Wirksamkeit zu entfalten, muss deshalb das Vertraulichkeitsgebot zeitlich über die Dauer einer Ratssitzungen hinaus gelten.

Der zweite Satz von Art. 10.4 ESZB-Satzung ist hiervon keine Ausnahme. Denn er überlässt es dem EZB-Rat nur, sich zugunsten einer Veröffentlichung der *Ergebnisse* seiner Beratungen zu entscheiden, erlaubt ihm aber nicht, abweichend vom ersten Satz dieser Vorschrift die *Aussprachen* selbst publik zu machen. Diese klare Unterscheidung im Wortlaut des ersten und des zweiten Satzes ist kein Zufall; er findet sich ebenso in den anderen authentischen Vertragssprachen. So wird z.B. im Englischen unterschieden zwischen den vertraulichen „*proceedings*" des EZB-Rats und dem „*outcome*" seiner Beratungen, im Französischen zwischen „*réunions confidentielles*" und deren „*résultat*". Die Systematik des Art. 10.4 ESZB-Satzung verbietet es dem EZB-Rat somit ausnahmslos, den Inhalt seiner Aussprachen als solchen zu veröffentlichen.

---

[48] Diese Unterscheidung übersieht Buiter (damals Mitglied des Ausschusses für Geldpolitik der Bank of England, jetzt Aufsichtsratsmitglied der Europäischen Bank für Wiederaufbau und Entwicklung), 1999, S. 181 ff. (S. 191), bei seiner scharfen Kritik an der fehlenden Transparenz der EZB: „The statement that the proceedings shall be confidential means no more than that the meetings are closed to the public. There will be no spectators in the public gallery and the meetings will not be broadcast live on CNN. It does not mean that edited, non-attributed minutes cannot be released."

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Man mag sich auf den ersten Blick wundern, eine so strenge und geradezu transparenzfeindliche Regelung in der ESZB-Satzung zu finden. Denn Transparenz in dem vom Bürger Karl S. aus unserem Beispielsfall geforderten Sinne[49] praktiziert z. B. das amerikanische Federal Reserve System, in dem die Sitzungsprotokolle des Federal Open Market Committee, einschließlich des Abstimmungsverhaltens einzelner Mitglieder, nach sechs bis acht Wochen publiziert werden. In der Bank von Japan erfolgen vergleichbare Veröffentlichungen nach einem Monat, in der Bank of England bereits nach zwei Wochen. Angesichts der nach der Vertragskonzeption fehlenden demokratischen Kontrolle bei den alltäglichen Entscheidungen der EZB erscheint es zunächst unverständlich, warum die ESZB-Satzung außerdem Transparenz bei diesen Entscheidungen untersagt.

Das primäre Gemeinschaftsrecht verbietet der EZB jedoch bewusst, den Beispielen nationaler Zentralbanktransparenz zu folgen. Denn die EZB ist eine *supranationale* Zentralbank, welche Geldpolitik für ein aus zwölf Nationalstaaten bestehendes Währungsgebiet zu gestalten hat. Damit die EZB vor diesem Hintergrund eine einheitliche, entnationalisierte Geldpolitik betreiben kann, muss verhindert werden, dass die Bevölkerung in diesen zwölf Staaten einzelne EZB-Ratsmitglieder als ihre „Interessenvertreter" ansieht und Druck ausübt, damit sich diese bei ihrer Mitwirkung an geldpolitischen Entscheidungen von der Wirtschaftslage in einem bestimmten Staat leiten zu lassen. Denn die 18 Mitglieder des EZB-Rats sind gerade nicht Vertreter Deutschlands, Frankreichs oder Italiens, sondern supranationale Geldpolitiker; dies gilt für die sechs Mitglieder des Direktoriums ebenso wie für die zwölf Zentralbankpräsidenten. Sie sind bei ihrer Mitwirkung im EZB-Rat nicht nationalen Interessen verpflichtet, sondern auf ein supranationales Politikziel: auf die Wahrung der Preisstabilität des Euro im gesamten Euro-Währungsgebiet. Auch für sie gilt dabei Art. 108 EG-Vertrag, der Weisungen jeder nationalen Stellen an die Mitglieder des EZB-Rat – also auch an die nationalen Zentralbankpräsidenten – verbietet.

Art. 10.4 Satz 1 ESZB-Satzung dient damit dem Schutz der seit dem 1. Januar 1999 realisierten Entnationalisierung der Geldpolitik. Die Wahrung der Vertraulichkeit gewährleistet, dass der EZB-Rat nach außen stets als Einheit auftritt und mit einer Stimme spricht, auch wenn es interne Divergenzen geben mag. Insofern besteht eine gewisse Parallele zur Situation im EuGH. „Die Beratungen des Gerichtshofs sind und bleiben geheim", heißt es in Art. 32 der Satzung des EuGH. Auch hier sollen die 15, aus den verschiedenen Mitgliedstaaten stammenden Juristen nicht als „nationale Richter" entscheiden, sondern allein als wahre „Europa-Richter". Selbst die Ab-

[49] Vgl. auch den Bericht des Europäischen Parlaments zur demokratischen Rechenschaftspflicht in der dritten Stufe der WWU, PE 223.957/end Berichterstatterin Randzio-Plath. Hierzu Selmayr, 1999a, S. 357 ff. (S. 386 ff.).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gabe eines Minderheitenvotums – wie z. B. beim deutschen BVerfG oder im englischen House of Lords üblich – ist ihnen versagt; der EuGH soll seine Urteile mit der sichtbaren Autorität einer supranationalen Einheit fällen. Die Vertraulichkeit der Beratungen verhindert somit bei EuGH und EZB gleichermaßen eine „Renationalisierung" der Beschlussfassung und fördert dadurch die Unabhängigkeit der supranationalen Richter und Zentralbanker. Den Antrag von Karl S. muss die EZB also unter Hinweis auf Art. 10.4 Satz 1 ESZB-Satzung ablehnen, soweit Karl S. Zugang zu den Protokollen der EZB-Ratssitzung vom 27. April 2000 verlangt[50].

Was bedeutet es nun, dass der EZB-Rat nach Art. 10.4 Satz 2 ESZB-Satzung das *Ergebnis* seiner Beratungen veröffentlichen *kann*? Dem EZB-Rat wird hierbei ein Ermessen eingeräumt, das es ihm ermöglicht, im Anschluss an eine Sitzung des EZB-Rats – z. B. auf einer Pressekonferenz – bekanntzugeben, was der EZB-Rat in seinen Aussprachen beschlossen hat, z. B. die Zinsen zu erhöhen oder zu senken oder in einer Stellungnahme die übermäßigen Haushaltsdefizite in einigen Staaten des Euro-Währungsgebietes zu kritisieren. Zulässig ist es nach Art. 10.4 Satz 2 ESZB-Satzung auch, die wesentlichen Gründe zu nennen, die den EZB-Rat in seiner Gesamtheit dazu bewogen haben, einen bestimmten Beschluss zu fassen oder eine bestimmte Stellungnahme abzugeben.

Unzulässig ist dagegen jede Kundmachung von Ergebnissen, welche es ermöglicht, die Haltung einzelner Mitglieder im EZB-Rat zu identifizieren. Denn dies ließe wiederum Rückschlüsse auf die absolut vertraulichen Aussprachen im EZB-Rat zu[51], und insofern setzt Art. 10.4 Satz 1 ESZB-Satzung dem Ermessen des EZB-Rats eine klare, nach Satz 2 dieser Vorschrift nicht überwindbare Grenze. Auch die von Karl S. im Beispielsfall verlangte Bekanntgabe des *individuellen Abstimmungsverhalten* der EZB-Ratsmitglieder ist damit durch Art. 10.4 Satz 1 ESZB-Satzung ausgeschlossen. Der EZB-Rat hat diesbezüglich kein Ermessen.

Etwas anders wäre es zu beurteilen, wenn Karl S. nicht individuelle Abstimmungsergebnisse, sondern die Bekanntgabe des *Abstimmungsverhältnis-*

---

[50] Zum gleichen Ergebnis gelangt Amtenbrink, supra, Fußnote 40, S. 315 f.: „It seems, that at least the publication of full minutes or transcripts of the deliberations within a reasonable period of time would run counter to the ratio of Article 10.4, sentence 1 of the ESCB Statute, which intends to ensure not only open discussions on monetary policy among the members of the Governing Council, but arguably thereafter also the effective implementation of monetary policy measures. [...] The Governing Council of the ECB presents itself as a collective organ, which takes collective decisions, rather than a collection of individual and diverse views on monetary policy, which result one way or another in decisions."

[51] Diesen Zusammenhang missachtet Buiter, supra, Fußnote 48, S. 191, wenn er die Veröffentlichung des individuellen Abstimmungsverhaltens von EZB-Ratsmitgliedern für rechtmäßig hält.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

ses bei dem Zinsbeschluss beantragt hätte, also z.B. ob der Zinsbeschluss „einstimmig", „im Konsens" oder „mit klarer Mehrheit" oder gar „mit einer Mehrheit von 10:8" gefällt worden ist. Denn das Abstimmungsverhältnis ist ein Ergebnis der Beratungen im EZB-Rat, das als solches keine Rückschlüsse auf das Abstimmungsverhalten individueller Mitglieder zulässt und damit die Entnationalisierung der Geldpolitik nicht gefährdet. Die Bekanntgabe des Abstimmungsverhältnisses fällt damit nicht unter Art. 10.4 Satz 1 ESZB-Satzung, sondern unter Satz 2 dieser Vorschrift. Hieraus erwächst allerdings noch keine Pflicht des EZB-Rats zur Veröffentlichung seiner Abstimmungsergebnisse oder gar ein korrespondierendes individuelles Recht auf deren Bekanntgabe. Denn diesbezüglich eröffnet Art. 10.4 Satz 2 ESZB-Satzung dem EZB-Rat gerade ein Ermessen, also eine grundsätzlich freie, wenn auch gewissen rechtlichen Bindungen unterliegende Entscheidung. Bei dieser Ermessensentscheidung hat der EZB-Rat zunächst die Systematik des Art. 10.4 ESZB-Satzung zu berücksichtigen, nach der Vertraulichkeit den Grundsatz, die Veröffentlichung der Ergebnisse der Beratungen dagegen eine Ausnahme darstellt. Im Übrigen gibt es gerade in den ersten Jahren einer neuen Währung sehr gute Gründe, in der Öffentlichkeit und insbesondere auf den Finanzmärkten den Eindruck eines starken, handlungsfähigen und in sich geschlossenen Zentralbanksystems zu fördern[52]. Es wäre daher rechtlich nicht zu beanstanden, wenn die EZB aus Gründen der Preisstabilität Karl S. auch das Abstimmungsergebnis der EZB-Ratssitzung nicht bekanntgäbe.

Im Beispielsfall räumt Art. 10.4 Satz 1 ESZB-Satzung dem Prinzip der Entnationalisierung der Geldpolitik den Vorrang ein gegenüber dem Grundsatz der Transparenz von politischen Entscheidungen. Eine Änderung dieser rechtlichen Situation liegt nicht in den Händen der EZB, sondern ließe sich nur im Wege einer von allen Mitgliedstaaten im Einvernehmen verabschiedeten Vertragsänderung nach dem Verfahren des Art. 48 EU-Vertrag erreichen[53] – ein Punkt, den EZB-Kritiker regelmäßig übersehen, wenn sie die Unzugänglichkeit der EZB-Protokolle der EZB vorwerfen. Auch bei den

[52] Vgl. hierzu auch den vom Interim Committee des Internationalen Währungsfonds am 26. September 1999 angenommenen „Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies", veröffentlicht unter http://www.imf.org/external/np/mae/mft/index.htm, Ziff. 8: „extensive disclosure requirements about internal policy discussion on money and exchange market operations might disrupt markets, constrain the free flow of discussion by policymakers, or prevent the adoption of contingency plans. Thus, it might be inappropriate for central banks to disclose internal deliberations and documentation, and there are circumstances in which it would not be appropriate for central banks to disclose their near-term monetary and exchange rate policy implementation tactics and provide detailed information on foreign exchange operations." Hierzu „IMF backs the ECB's line on disclosure", Financial Times v. 29. April 2000, S. 3.

[53] Ebenso wie hier Hahn, 1999, S. 957 ff. (S. 960).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Vertragsänderungen von Amsterdam und Nizza ist jedoch der Weg zu einer solchen Vertragsänderung nicht beschritten worden, im Gegenteil. Zwar verleiht seit dem Vertrag von Amsterdam Art. 255 EG-Vertrag jeder natürlichen und juristischen Person in der Europäischen Union das individuelle Recht, Zugang zu Dokumenten des Europäischen Parlaments, des Rates und der Kommission zu verlangen. Ausdrücklich ist dieses Recht aber nicht auf die Dokumente der EZB ausgedehnt worden. Denn nach Art. 110 Abs. 2 UAbs. 4 EG-Vertrag sind anwendbar auf die EZB nur „[d]ie Artikel 253, 254 und 256 des Vertrags“[54], nicht aber das neue Transparenzgrundrecht des Art. 255 EG-Vertrag. Das Gemeinschaftsverfassungsrecht trägt daher nach wie vor den besonderen Rahmenbedingungen seiner supranationalen Zentralbank Rechnung.

Dieser Fall einer versuchten politischen Instrumentalisierung einer internationalen (supranationalen) Organisation ist nicht völlig aus der Luft gegriffen. Als Präzedenzfall lässt sich die Resolution der Generalversammlung der Vereinten Nationen vom 17. Dezember 1981 zur Apartheids-Politik in Südafrika ansehen. In dieser Resolution wandte sich die Generalversammlung gezielt an den Internationalen Währungsfonds (IWF) in dessen Eigenschaft als UN-Sonderorganisation und forderte ihn auf, wegen der Apartheids-Politik die damalige finanzielle Unterstützung Südafrikas durch den IWF zu beenden.[55]

Sowohl im historischen Südafrika-Fall als auch im hier geschilderten fiktiven Österreich-Fall kann man sicherlich über die politische Berechtigung der jeweiligen Resolution sehr unterschiedlicher Meinung sein. Bei der „Österreich-Resolution“ stellen sich darüber hinaus eine ganze Reihe von europarechtlichen Fragen. Denn auch wenn das Vorgehen der EU im Fall Österreich den Eindruck erweckt haben mag, die „14“ hätten hier rein politisch gehandelt, so ist doch seit der Vertragsreform von Amsterdam das Verfahren zur Sanktionierung einer Verletzung der demokratischen und

[54] Aufgrund eines bei der Konsolidierung und Umnummerierung des EG-Vertrags erfolgten Redaktionsversehens des Generalsekretariats des Rates verwies Art. 110 Abs. 2 UAbs. 3 EG-Vertrag in den unmittelbar nach Amsterdam veröffentlichten Textfassungen zunächst auf „[d]ie Artikel 253 bis 256 des Vertrages“, obwohl eine solche Änderung nachweislich auf der Regierungskonferenz nicht beschlossen worden war. Die infolge Amsterdams konsolidierte Vertragsfassung ist jedoch der Schlussakte von Amsterdam lediglich „als Illustration“ (so die Schlussakte unter III.) beigefügt worden und hat als solche keine Rechtswirkung (vgl. Erklärung Nr. 42 zum Vertrag von Amsterdam). Das Generalsekretariat hat diesen und andere Redaktionsfehler nach einer Mitteilung an die als Vertragsdepositar fungierende italienische Regierung mittlerweile korrigiert.

[55] General Assembly Resolution 172 (Part D), U.N. GAOR, 36th Session, 102d plenary meeting, at 41-42 (1981). Die Generalversammlung wiederholte diese Aufforderung am 21. Oktober 1982: General Assembly Resolution 2, U.N. GAOR, 37th Session, 40th plenary meeting, at 14 (1982).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Fall 2: Sanktionen gegen die Oesterreichische Nationalbank

Nach der Österreich-Krise[56] in der Europäischen Union im Jahr 2000 ist es vorstellbar, dass es zu folgenden Ereignissen kommen könnte:

Im Dezember 2001 tritt der Rat der Europäischen Union in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs in der belgischen Hauptstadt Brüssel zusammen. Nach Anhörung des Präsidenten der Republik Österreich stellt der Rat auf Vorschlag von fünf Mitgliedstaaten fest, dass die Republik Österreich durch die Politik ihrer Regierung die Grundsätze der Demokratie, der Menschenrechte sowie der Rechtsstaatlichkeit verletzt hat. Das Europäische Parlament stimmt dem kurz darauf zu. Daraufhin verabschiedet der Rat der Europäischen Union gegen die Stimmen des deutschen, italienischen und dänischen Ratsvertreters und ohne Berücksichtigung der Gegenstimme des österreichischen Ratsvertreters folgende Resolution:

„Angesichts der besorgniserregenden politischen Lage in Österreich wird hiermit beschlossen:

1. *das Stimm- und Rederecht des Präsidenten der Oesterreichischen Nationalbank im EZB-Rat sowie im Erweiterten Rat der EZB ab sofort auszusetzen,*
2. *die Europäische Zentralbank aufzufordern, den Präsidenten der Oesterreichischen Nationalbank nicht mehr zu Sitzungen des EZB-Rats sowie zu Sitzungen des Erweiterten Rats der EZB einzuladen;*
3. *die Europäische Zentralbank aufzufordern, ab sofort im Rahmen ihrer geldpolitischen Geschäfte Geschäftspartnern mit Sitz in der Republik Österreich Zentralbankgeld nur noch direkt durch das EZB-Direktorium und nicht mehr über die Oesterreichische Nationalbank zuzuteilen."*

[56] Bekanntlich hat Anfang des Jahres 2000 der Regierungswechsel in Österreich wegen der Aufnahme der sogenannten „Freiheitlichen" in die Regierungskoalition für erhebliche Aufregung in der EU gesorgt. Dies führte am 31. Januar 2000 sogar zu einer offiziellen, im Namen von 14 Mitgliedstaaten Erklärung der portugiesischen EU-Präsidentschaft, welche für den Fall einer Regierungsbeteiligung der „Freiheitlichen" u.a. den Abbruch der bilateralen (also nicht EU-internen) Beziehungen zu Österreich androhte. Zum Vorgehen der „14" vgl. Vignes, 2000, S. 145 ff., sowie die Zusammenstellung der Rechtsauffassungen in „Österreich könnte die EU-Partnerstaaten klagen. Schwieriges Verfahren mit Aussicht auf Erfolg", Die Presse v. 25. Februar 2000; sehr kritisch Hummer/Obwexer, 2000, Teil I: S. 52 ff., Teil II: S. 93 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

rechtsstaatlichen Grundsätze der Union in Art. 7 EU-Vertrag detailliert – und, wie in der Literatur festgestellt worden ist, wohl abschließend[57] – geregelt.

Art. 7 Abs. 1 EU-Vertrag nennt die rechtlichen Voraussetzungen für die Einleitung des Sanktionsverfahrens. Da diese Vorschrift hier nicht unser Thema ist, soll nur auf zwei Hauptprobleme des realen Österreich-Falls hingewiesen werden: Zum einen setzen EU-Sanktionen nach Art. 7 EU-Vertrag materiellrechtlich „eine schwerwiegende und anhaltende Verletzung" der demokratischen und rechtsstaatlichen Grundsätze der Union durch den betroffenen Mitgliedstaat voraus; dies erfordert einer ausdrücklichen Feststellung durch den Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs[58]. Zum anderen ist verfahrensrechtlich neben dem – mit Ausnahme der Stimme des Vertreters des betroffenen Mitgliedstaats[59] – einstimmigen Beschluss des Rates die Zustimmung des Europäischen Parlaments erforderlich, die es mit „doppelt qualifizierter Mehrheit" zu erteilen hat: nämlich mit der Mehrheit von zwei Dritteln der abgegebenen Stimmen, die zugleich die Mehrheit seiner Mitglieder repräsentieren müssen (Art. 7 Abs. 5 EU-Vertrag). Im realen Österreich-Fall im Jahr 2000 fehlte es jedenfalls an dieser verfahrensrechtlich notwendigen Zustimmung des Europäischen Parlaments, weshalb das Vorgehen der „14" aus dem Blickwinkel des Art. 7 EU-Vertrag als rechtswidrig einzustufen war.

Nehmen wir einmal an, die Voraussetzungen des Art. 7 Abs. 1 EU-Vertrag seien im Dezember 2001 – wie im Beispielsfall geschildert – erfüllt. Es stellt sich nun die Frage, ob es in der Hand des Rates der Europäischen Union liegt, die Rechte des Präsidenten der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) im EZB-Rat und im Erweiterten Rat der EZB auszusetzen.

---

[57] So die Auffassung von Schorkopf, nachgewiesen in: Die Presse v. 25. Februar 2000, supra, Fußnote 56. Diese Auffassung entspricht der Rechtsprechung des EuGH, nach der es den Mitgliedstaaten versagt ist, vor den in den Verträgen geregelten Regelungen die „Flucht ins Völkerrecht" zu ergreifen; vgl. z.B. Rs. 43/75, Defrenne II, Slg. 1976, 455, Randnr. 56/58.

[58] Der Wortlaut des Art. 7 Abs. 1 EU-Vertrag selbst regelt nicht, ob im Einzelfall eine solche schwere und anhaltende Verletzung gegeben ist, sondern überlässt dies einer – konstitutiven – Feststellung durch den Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs. Die Situation ähnelt insofern der Konvergenzprüfung beim Eintritt in die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion. Entgegen einer insbesondere in Deutschland weit verbreiteten Meinung hing die Qualifikation eines Mitgliedstaats für die Teilnahme am Euro nicht davon ab, dass er tatsächlich die Kriterien erfüllte, sondern von einer politischen Entscheidung des in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs tagenden Rates, ob diese Kriterien erfüllt waren; vgl. hierzu Selmayr, 1998a, S. 101 ff. (S. 101 ff.). Solche im Vertrag bewusst dem politischen Ermessen überlassene Entscheidungen sind nur in groben Missbrauchsfällen rechtlich kontrollierbar.

[59] Vgl. Art. 7 Abs. 4 Satz 1 EU-Vertrag.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Die Rechtsgrundlage für ein solches Vorgehen ist nicht in Art. 7 EU-Vertrag zu finden. Denn nach dieser Vorschrift ist nur eine Aussetzung von Mitgliedschaftsrechten möglich, die sich *aus dem EU-Vertrag* ergeben. Die Mitgliedschaftsrechte des Präsidenten der OeNB sind jedoch nicht im EU-Vertrag, sondern *im EG-Vertrag* und *in der ESZB-Satzung* geregelt: in Art. 112 Abs. 1 und Absatz 2 EG-Vertrag sowie in Art. 10.1 und 10.2 ESZB-Satzung, was die Mitgliedschaft und die Stimmberechtigung des Präsidenten der OeNB im EZB-Rat angeht; sowie in Art. 45.2 ESZB-Satzung hinsichtlich der Mitgliedschaft des Präsidenten der OeNB im Erweiterten Rat der EZB. Da die ESZB-Satzung nach Art. 311 EG-Vertrag einen integralen Bestandteil des EG-Vertrags bildet, ist eine Suspendierung der Mitgliedschaftsrechte des Präsidenten der OeNB auf der Grundlage von Art. 7 Abs. 2 EU-Vertrag nicht möglich. Die Suspendierung von Mitgliedschaftsrechten nach dem EG-Vertrags ist vielmehr an Art. 309 EG-Vertrag zu messen. Diese Vorschrift hat zwar im Wesentlichen denselben Wortlaut wie Art. 7 EU-Vertrag. Der wichtige Unterschied zwischen beiden Vorschriften ist jedoch, dass Art. 7 EU-Vertrag Teil des Unionsrechts und damit gemäß Art. 46 EU-Vertrag von der Jurisdiktion des EuGH ausgenommen ist. Dagegen unterliegt Art. 309 EG-Vertrag als Teil des Gemeinschaftsrechts der richterlichen Kontrolle des EuGH, der das Recht bei der Auslegung und Anwendung des EG-Vertrags zu sichern hat (Art. 220 EG-Vertrag). Dies verleiht der rechtlichen Analyse im vorliegenden Fall ihre eigentliche Bedeutung, denn die Rechtmäßigkeit der „Österreich-Resolution" ist damit in vollem Umfang vor dem EuGH justitiabel.

Mögliche Rechtsgrundlage für das Vorgehen des Rates im Beispielsfall ist Art. 309 Abs. 2 EG-Vertrag. Danach

> „kann der Rat, wenn nach Artikel 7 Absatz 1 des Vertrags über die Europäische Union eine schwerwiegende und anhaltende Verletzung von in Artikel 6 Absatz 1 jenes Vertrags genannten Grundsätzen festgestellt worden ist, mit qualifizierter Mehrheit beschließen, bestimmte Rechte auszusetzen, die sich aus der Anwendung dieses Vertrags auf den betroffenen Mitgliedstaat ergeben. Dabei berücksichtigt er die möglichen Auswirkungen einer solchen Aussetzung auf die Rechte und Pflichten natürlicher und juristischer Personen.
>
> Die sich aus diesem Vertrag ergebenden Verpflichtungen des betroffenen Mitgliedstaats sind für diesen auf jeden Fall weiterhin verbindlich."

Verfahrensrechtlich setzt eine Suspendierung eine qualifizierte Mehrheit im Rat voraus. Qualifizierte Mehrheit heißt, dass die Stimmen der Mitgliedstaaten wie in Art. 205 Abs. 2 UAbs. 2 zweiter Gedankenstrich EG-Vertrag gewogen werden – Deutschland hat danach 10 Stimmen –, wobei grundsätzlich die qualifizierte Mehrheit bei 62 von 87 Stimmen erreicht ist, wenn diese zugleich die Zustimmung von mindestens zehn Mitgliedstaaten umfassen. Beim Sanktionsverfahren gilt nach Art. 309 Abs. 4 EG-Vertrag al-

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

lerdings eine verfahrensrechtliche Besonderheit: Bei der Berechnung der qualifizierten Mehrheit werden die Stimmen des betroffenen Mitgliedstaats – hier die 4 Stimmen Österreichs – nicht berücksichtigt. Vorliegend ist also die qualifizierte Mehrheit bereits erreicht, wenn 60 von 83 Stimmen[60] und zugleich zehn Mitgliedstaaten die „Österreich-Resolution" unterstützen. Diese Voraussetzung ist im Beispielsfall gegeben, da der deutsche, der italienische und der dänische Ratsvertreter insgesamt nur über 22 Stimmen verfügen und somit die Sperrminorität knapp verfehlen. Da insgesamt elf Mitgliedstaaten die Resolution unterstützen, ist verfahrensrechtlich nichts gegen die Resolution einzuwenden.

Fraglich ist allerdings, ob die angeordnete Sanktionsfolge – Suspendierung der Mitwirkungsrechte des Präsidenten der OeNB in den Beschlussorganen der EZB – von Art. 309 Abs. 2 EG-Vertrag gedeckt ist. Nach dieser Vorschrift können nämlich nur „Rechte" ausgesetzt werden, „die sich aus der Anwendung dieses Vertrags *auf den betroffenen Mitgliedstaat* ergeben." Die in Art. 112 EG-Vertrag sowie in den Art. 10 und 45.2 ESZB-Satzung geregelten Rechte sind jedoch keine Rechte Österreichs, sondern eigene Mitgliedschaftsrechte des Präsidenten der OeNB. Aufgrund der Entnationalisierung der Geldpolitik ist er in den Beschlussorganen der EZB nicht „Vertreter Österreichs", sondern kraft Gemeinschaftsrechts von Amts wegen ein supranationales Organmitglied, dem weder die österreichische Regierung oder das österreichische Parlament noch die OeNB – eine „andere Stelle" im Sinne von Art. 108 EG-Vertrag – Weisungen erteilen darf. Denn als Organmitglied eines Beschlussorgans der EZB schützt Art. 108 EG-Vertrag den Präsidenten der OeNB umfassend vor Weisungen aller nationalen Stellen.

Eine Aussetzung von Mitgliedschaftsrechten von EZB-Organmitgliedern wäre auch systemwidrig. Aus der gesamtem Systematik des Art. 309 EG-Vertrag ergibt sich deutlich, dass es hier um die Sanktionierung des Verhaltens *eines Mitgliedstaats* und damit um *dessen* Rechte und Pflichten aus dem EG-Vertrag geht. Denkbar wäre es etwa, auf der Grundlage des Art. 309 EG-Vertrag Subventionszahlungen an einen Mitgliedstaat aus den Europäischen Strukturfonds einzufrieren. Nicht möglich ist es dagegen, über Art. 309 EG-Vertrag von den Mitgliedstaaten unabhängige Organmitglieder an ihrer Arbeit im supranationalen Interesse zu behindern. Der Anwendbarkeit des Verfahrens nach Art. 309 Abs. 2 EG-Vertrag auf EZB-Organmitglieder steht deren Supranationalität ebenso entgegen wie die von den Mitgliedstaaten losgelöste, entnationalisierte Rechtsstellung von

[60] Zu errechnen über den sich aus dem Verhältnis 62:87 für die qualifizierte Mehrheit ergebenden Prozentsatz von 71,26. Vgl. Art. 309 Abs. 4 UAbs. 1 Satz 2 EG-Vertrag.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Mitgliedern der Kommission der Europäischen Gemeinschaften oder des EuGH[61].

Damit scheitert die Rechtmäßigkeit von Ziff. 1 der „Österreich-Resolution" bereits an ihrem Widerspruch zum Grundsatz der *Entnationalisierung* der Geldpolitik. Bei Ziff. 2 der Resolution – der „Nichteinladungs-Aufforderung" – kommt ein weiterer Gesichtspunkt hinzu: Hier versucht der Rat, aus politischen Gründen Einfluss auf die Beschlussorgane der EZB zu nehmen. Eine solche politische Instrumentalisierung der Beschlussorgane der EZB ist dem Gemeinschaftsorgan Rat durch Art. 108 EG-Vertrag ausdrücklich verboten; sie steht im klaren Widerspruch zum Prinzip der *Entpolitisierung* der Geldpolitik. Gleiches gilt für Ziff. 3 der „Österreich-Resolution". Zwar hat die EZB, wie schon angesprochen, nach Art. 9.2 und 12.1 UAbs. 2 und 3 EG-Vertrag ein Ermessen, ob sie ihre Geldpolitik direkt durch das EZB-Direktorium oder indirekt durch Inanspruchnahme der nationalen Zentralbanken ausführt. Die Resolution versucht allerdings, auf die Ausübung dieses Ermessens durch die Beschlussorgane der EZB Einfluss zu nehmen und verstößt damit erneut gegen Art. 108 EG-Vertrag. Dieser verbietet den Gemeinschaftsorganen nicht nur Weisungen im engeren Sinne, sondern durch seinen zweiten Halbsatz auch jeden sonstigen Versuch der Einflussnahme, also auch influenzierende Maßnahmen mit appellativem Charakter wie die vorliegende Resolution des Rates.

Im Ergebnis kann daher die EZB die eindeutig rechtswidrige Resolution des Rates ignorieren und damit ähnlich verfahren wie der Internationale Währungsfonds am 3. November 1982 getan hat, als sein Exekutivdirektorium die Verwendung von Mitteln des Fonds für Südafrika bewilligte und die Unabhängigkeit der UN-Sonderorganisation IWF gegenüber den Vereinten Nationen bekräftigte[62]. Gegenüber dem IWF hat allerdings die EZB den Vorteil, die Vereinbarkeit der „Österreich-Resolution" des Rates mit Art. 309 Abs. 2 sowie mit Art. 108 EG-Vertrag im Wege einer Nichtigkeitsklage

[61] Zuzustimmen ist allerdings Hummer/Obwexer, *supra,* Fußnote 56, wenn sie als Beispiel für mögliche Sanktionen das Recht von Mitgliedstaaten nennen, supranationale Organmitglieder zu ernennen (besser: zu *benennen,* denn die eigentliche Ernennung erfolgt bislang stets durch Ratsbeschluss oder im gegenseitigen Einvernehmen aller Regierungen, niemals direkt durch einen einzelnen Mitgliedstaat; vgl. Art. 214 Abs. 2 UAbs. 3; 223 Abs. 1; 247 Abs. 3 EG-Vertrag). Denn dieses Benennungsrecht ist noch ein originäres Recht eines jeden Mitgliedstaats, während die Organrechte eines einmal ernannten supranationalen Organmitglieds nur diesem selbst zustehen. Diese Loslösung vom Mitgliedstaat nach Abschluss des Ernennungsverfahrens ist gerade Wesensmerkmal der Supranationalität.

[62] Vgl. IMF, Press Release No 92/52 (November 3, 1982). Rechtlich wurde dies damit begründet, dass nach der IWF-Satzung jedes Mitglied berechtigt ist, die Ressourcen des Fonds in Anspruch zu nehmen und dass der IWF eine auch gegenüber den Vereinten Nationen unabhängige Sonderorganisation darstelle. Hierzu Holder, 1997, S. 16 ff. (S. 20).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

nach Art. 230 EG-Vertrag durch den EuGH überprüfen lassen und so Rechtsklarheit im Hinblick auf ihre entnationalisierte und entpolitisierte Rechtsstellung erlangen zu können.

Fall 3: Der Wechselkurs des Euro

An einem Donnerstag im Frühjahr 2002 tritt der Präsident der EZB in Frankfurt vor die versammelte Weltpresse und verkündet, dass der EZB-Rat soeben eine neue geldpolitische Strategie beschlossen habe. Der EZB-Rat sei zu der Auffassung gelangt, er könne dem Fall des Wechselkurses des Euro gegenüber dem US Dollar nicht länger tatenlos zusehen. Deshalb sei bis auf weiteres „die Stabilisierung des Wechselkurses des Euro zum Dollar" Hauptziel der Geldpolitik der EZB. Im Einklang mit dieser neuen geldpolitischen Strategie habe der EZB-Rat außerdem beschlossen, die Leitzinsen um 0,5 Prozentpunkte anzuheben.

Die Bundesrepublik Deutschland erhebt noch am selben Tag vor dem EuGH in Luxemburg Klage gegen die Entscheidungen des EZB-Rats.

Angesichts des vor allem Anfang des Jahres 2000 stetig sinkenden Außenwerts des Euro[63] ist die EZB mehrfach heftig in die Kritik geraten. Man wirft ihr regelmäßig vor, sie nehme gegenüber dem Außenwert des Euro eine Haltung des „benign neglect" oder gar des „malign neglect" ein[64]. Vor diesem Hintergrund erscheint es notwendig, mit dem geschilderten Beispielsfall nochmals die rechtlichen Grenzen der geldpolitischen Strategie der EZB in Erinnerung zu rufen.

Nach Art. 12.1 Satz 2 ESZB-Satzung legt der EZB-Rat die Geldpolitik der Gemeinschaft fest, „gegebenenfalls einschließlich von Entscheidungen in bezug auf geldpolitische Zwischenziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld im ESZB." Die EZB verfügt also über ein gewisses Ermessen bei der Art und Weise der Definition ihrer geldpolitischen Strategie. Allerdings setzen Art. 105 Abs. 1 Satz 1 EG-Vertrag sowie Art. 2 Satz 1 ESZB-Satzung diesem Ermessen der EZB eine klare materiellrechtliche Grenze. Denn vorrangiges Ziel der EZB ist es danach, die *Preisstabilität* zu gewährleisten. Beschließt die EZB also eine geldpolitische Strategie

[63] Anfang Mai 2000 hatte der Euro gegenüber dem Dollar 24% seines ursprünglichen Werts verloren. Zu den rechtlichen Rahmenbedingungen für die Wechselkurspolitik der EZB eingehend Selmayr, 2000a, S. 209 ff. sowie 2000b, S. 11.

[64] Zu diesen Vorwürfen vgl. Bundesbankpräsident Welteke, 2000.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

auf der Grundlage von Art. 12.1 Satz 2 ESZB-Satzung, so hat sie sich dabei am gemeinschaftsrechtlichen Primat der Preisstabilität zu orientieren.

Was aber bedeutet nun Preisstabilität im Sinne des Gemeinschaftsrechts? Instruktiv ist hierfür ein Vergleich mit dem früheren § 3 BBankG. Danach war es Aufgabe der Bundesbank, „die Währung zu sichern". Diese Formulierung ist eine offene, denn sie erlaubt zwei verschiedene Interpretationen. Sie kann sich sowohl auf die Sicherung der Währung nach innen (sog. *Preisstabilität*) als auch auf die Sicherung der Währung nach außen (sog. *Wechselkursstabilität*) beziehen. Dies ermöglichte es der Bundesbank, sich in ihren Anfangsjahren unter dem vom IWF verwalteten Festkurssystem von Bretton Woods ganz auf die Wahrung der Parität zum Dollar und damit zum Gold zu konzentrieren[65] und so der Wechselkursstabilität Priorität vor der Preisstabilität einzuräumen[66]. Auch nach dem Zusammenbruch des Bretton Woods-Systems sah die Bundesbank den Binnen- und den Außenwert der Währung als „zwei unterschiedliche Aspekte des gleichen Ziels an"[67], bis sie sich in den vergangenen Jahren relativ strikt an der Preisstabilität ausrichtete, gegebenenfalls auch auf Kosten des Wechselkurses der D-Mark[68]. Angesichts der flexiblen Formulierung in § 3 BBankG waren all dies rechtlich zulässige Auslegungen der gesetzlichen Aufgabe der Bundesbank. Die Offenheit der Zielvorgabe im Bundesbankgesetz überließ der Bundesbank insofern einen ganz erheblichen Spielraum für diskretionäre Entscheidungen bei ihrer Geldpolitik.

Bemerkenswerterweise besteht für die EZB nach dem EG-Vertrag kein vergleichbarer Interpretationsspielraum. Bereits die Verwendung des Begriffs „*Preis*stabilität" in Art. 4 Abs. 2, 105 Abs. 1 Satz 1 EG-Vertrag sowie in Art. 2 Satz 1 ESZB-Satzung macht deutlich, dass hier die innere, nicht die Wechselkursstabilität gemeint ist. Vertragssystematisch bestätigt dies die Definition des Begriffs der Preisstabilität, die der EG-Vertrag im Zusammenhang mit den berühmten Konvergenzkriterien enthält. Bekanntlich war die Erreichung eines hohen Grades an Preisstabilität eines der vier Konvergenzkriterien, deren Einhaltung überprüft wurde, als der Rat darüber zu entscheiden hatte, welche Mitgliedstaaten die notwendigen Vorausset-

---

[65] Vgl. von Spindler/Becker/Starke, 1973, S. 16 ff.

[66] Zum diesbezüglichen Streit vgl. Bickerich 1998, S. 154 f., S. 186 ff.

[67] Vgl. Deutsche Bundesbank, Sonderdrucke Nr. 7: Die Deutsche Bundesbank: Geldpolitische Aufgaben und Instrumente, 4. Auflage (Frankfurt 1987), S. 1 f.

[68] In den Worten des Bundesbank-Direktoriumsmitglieds Gleske fühlte sich die Bundesbank „in erster Linie der inneren Stabilität verpflichtet, was nur heißen kann, daß sie im Zweifel ihr Handeln prioritär auf das Ziel der inneren Preisstabilität zu richten hat und bereit sein muß, die daraus unter Umständen resultierenden Konsequenzen für den Wechselkurs hinzunehmen, auch wenn diese nicht erwünscht sein mögen."; vgl. Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 1 v. 7. Januar 1988, S. 4 ff. (S. 6).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

zungen für die Einführung der einheitlichen Währung erfüllten[69]. Preisstabilität in diesem Sinne ist „aus der Inflationsrate" ersichtlich, wobei die Inflation anhand des harmonisierten Verbraucherindexes gemessen wird, wie es in Art. 121 Abs. 1 Satz 1 erster Gedankenstrich EG-Vertrag in Verbindung mit dem Protokoll Nr. 21 über die Konvergenzkriterien vorgesehen ist. Dies zeigt deutlich, dass Preisstabilität im Kontext des EG-Vertrags ausschließlich die *innere* Stabilität der Währung meint.

Dies bedeutet nun nicht, dass die EZB rechtlich gezwungen wäre, gegenüber der Entwicklung des Wechselkurses völlig die Augen zu verschließen. Da der Wechselkurs (vor allem über verteuerte Importe) Auswirkungen auf die Inflationsentwicklung haben kann, ist es selbstverständlich zulässig, im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB dem Wechselkurs – wie auch anderen Faktoren – eine Indikatorfunktion für die Beurteilung der allgemeinen Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet beizumessen. Die heute von der EZB verwendete stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie ist daher vertragskonform, wenn sie neben der Entwicklung der Geldmenge als Hauptindikator für die Preisentwicklung auch den Wechselkurs zusammen mit einem ganzen Spektrum weiterer Indikatoren (z. B. Löhne, Anleihekurse, Zinsstrukturkurve) berücksichtigt. Denkbar wäre es auch, dass die EZB in einem ökonomischen Umfeld, in dem keine Gefahren für die Preisstabilität bestehen, beschließt, den Wechselkurs zu stabilisieren, um so die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft zu unterstützen, wie es als Sekundärziel der EZB in Art. 105 Abs. 1 Satz 2 EG-Vertrag vorgesehen ist[70].

Rechtlich ist also eine Berücksichtigung des Wechselkurses dann zulässig, wenn die EZB ihn lediglich als *einen* von mehreren Indikatoren für die Preisentwicklung ansieht oder ihn in einem preisstabilen Umfeld als Sekundärziel unterstützt. Nicht zulässig wäre es dagegen, wenn die EZB, wie im Beispielsfall, ihre Geldpolitik vorrangig oder gar ausschließlich am Wechselkurs orientierte, denn dies widerspräche dem vertraglich klar vorgegebenen Primat der Preisstabilität.

Im Beispielsfall bliebe die Verletzung der Vorgaben des EG-Vertrags nicht ohne Konsequenzen. Sowohl die Festlegung der geldpolitischen Strategie als auch die Zinsbeschlüsse der EZB sind auf der Grundlage von Art. 12.1 ESZB-Satzung gefasste Beschlüsse. Nach Art. 230 Abs. 1 EG-Vertrag können die „Handlungen" der EZB, „soweit es sich nicht um Empfehlungen oder Stellungnahmen handelt", vor dem EuGH mit einer Nichtigkeitsklage angefochten werden. Sowohl die Festlegung einer geldpolitischen Strategie als auch Zinsbeschlüsse sind aus dem Blickwinkel des Gemein-

[69] Vgl. hierzu Kortz, 1997, S. 357 ff.

[70] Zu dieser Option vgl. Selmayr, supra, Fn. 63, 210.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

schaftsrechts rechtsverbindliche Handlungen, welche für die Beschlussorgane der EZB, für die mit vollen Rechten und Pflichten am ESZB teilnehmenden nationalen Zentralbanken und – jedenfalls mittelbar – auch für die sich bei den nationalen Zentralbanken refinanzierenden Geschäftsbanken rechtliche Wirkungen entfalten. Sie sind damit tauglicher Gegenstand einer Nichtigkeitsklage gegen die EZB[71].

Klagen natürlicher oder juristischer Personen gegen die Beschlüsse des EG-Vertrags sind allerdings nur schwer vorstellbar, denn diese müssten dazu gemäß Art. 230 Abs. 4 EG-Vertrag nachweisen, durch die Beschlüsse des EZB-Rats unmittelbar und vor allem *individuell* betroffen zu sein. Letzteres wird angesichts der allgemeinen, nicht auf individualisierbare Geschäftsbanken beschränkten Geltung solcher EZB-Beschlüsse nur in Ausnahmefällen möglich sein. Dagegen wäre die im Beispielsfall klagende Bundesrepublik Deutschland ohne Weiteres nach Art. 230 Abs. 2 EG-Vertrag klagebefugt, denn sie kann (ebenso wie die Gemeinschaftsorgane Rat und Kommission) ohne Nachweis einer eigenen Beeinträchtigung Nichtigkeitsklage beim EuGH erheben. Aus Gründen der Rechtssicherheit verlangt Art. 230 Abs. 5 EG-Vertrag dabei die Einhaltung einer Klagefrist von zwei Monaten.

Gäbe der EuGH der Klage der Bundesrepublik Deutschland statt, so würde er die das Primat der Preisstabilität missachtenden Beschlüsse des EZB-Rats „für nichtig" erklären, wie es in Art. 231 UAbs. 1 EG-Vertrag heißt. Grundsätzlich bewirkt dies eine rückwirkende Nichtigkeit (Nichtigkeit *ex tunc*), was natürlich erhebliche Rückabwicklungsschwierigkeiten aufwerfen würde, sollte die EZB bereits geldpolitische Geschäfte unter der nun für rechtswidrig befundenen geldpolitischen Strategie durchgeführt haben. Vorstellbar wäre vor diesem Hintergrund, dass es der EuGH im Interesse der Rechtssicherheit für die Vergangenheit mit der bloßen Feststellung der Rechtswidrigkeit der angefochtenen Beschlüsse bewenden ließe und der EZB im Tenor seines Urteils eine Frist zur Änderung ihrer geldpolitischen Strategie setzten würde. Für eine solche zeitliche Beschränkung der Wirkungen eines Urteils des EuGH lässt sich Art. 231 UAbs. 2 EG-Vertrag in entsprechender Anwendung heranziehen, wie dies der EuGH in der Vergangenheit bereits mehrfach getan hat; so z. B. als er zu der Überzeugung gelangte, dass sein *Barber*-Urteil zur Reichweite des Gleichbehandlungsgrundsatzes des Art. 141 EG-Vertrag „rückwirkend das finanzielle Gleich-

[71] Im Gemeinschaftsrecht ist daher eine Neuauflage der wissenschaftlichen Debatte um die Rechtsnatur von Zinsbeschlüssen, wie sie früher in Deutschland geführt wurde, nicht erforderlich; nur noch rechtshistorisch somit die übersichtliche Aufarbeitung der Problematik durch Feldhahn, Die Rechtsnatur der Diskontsatzfestsetzung der Deutschen Bundesbank und der dagegen gegebene Rechtsschutz (München 1991).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gewicht zahlreicher an die Stelle des gesetzlichen Systems getretener betrieblicher Versorgungssysteme stören könnte“[72]. Man kann erwarten, dass der EuGH bei Entscheidungen zur Geldpolitik der EZB in ähnlicher Weise seine Aufgabe, dem Gemeinschaftsrecht in vollem Umfang auch gegenüber der EZB zu seiner Geltung zu verhelfen, mit den Erfordernissen der Rechtssicherheit und dem ordnungsgemäßen Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion abwägen wird.

C. Schlussfolgerung

Mit den drei geschilderten Beispielsfällen sollte ein Eindruck von dem Spannungsfeld vermittelt werden, in dem die EZB ihre Aufgaben wahrzunehmen hat. Obwohl es sich in jedem dieser Fälle um politisch brisante Fragen handelt, war zu sehen, dass diese nicht allein nach politischem Ermessen entschieden werden können, sondern vielfältigen rechtlichen Bindungen unterliegen, die für eher an diskretionäre Entscheidungen gewohnte Zentralbanker sicherlich eine ganz erhebliche Neuerung darstellen.

Die eingangs angedeutete Sorge des Juristen vor einer grenzenlosen Machtausübung durch die EZB erweist sich also bei näherem Hinsehen als unbegründet. Die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion ist kein Abenteuer ohne Grenzen, sondern eine mit den Mitteln des Rechts geschaffene und zugleich durch das Recht begrenzte Unternehmung. Mehr als bislang nationales Geld ist die neue Währung Euro ein Geschöpf des Rechts, ebenso wie die für den Euro verantwortliche EZB.

Diese Juridifizierung der Geldpolitik ist heute längst nicht mehr eine Beobachtung von rein akademischem Wert. Am 14. Januar 2000 ist die EZB von der Kommission der Europäischen Gemeinschaften gemäß Art. 230 EG-Vertrag vor dem EuGH in Luxemburg verklagt worden[73] – eine Premiere in der Rechtsgeschichte, in der es eine vergleichbare Klage einer Exekutive gegen „ihre“ Zentralbank noch nicht gegeben hat. Gegenstand des Rechtsstreits sind die Zuständigkeiten des neuen Europäischen Betrugsbekämpfungsamtes OLAF (Office européen pour la lutte anti-fraude) gegenüber der EZB[74]. Während die Kommission auf dem Standpunkt steht, dass die seit dem Vertrag von Amsterdam bestehende Gemeinschaftszuständig-

---

[72] Rs. 262/88, Barber/Guardian Royal Exchange Assurance Group, Slg. 1990, I-1889, Randnr. 44. Hier wandte der EuGH Art. 231 UAbs. 2 EG-Vertrag nur seinem Rechtsgedanken nach an, denn nach ihrem Wortlaut erlaubt diese Vorschrift lediglich bei der Nichtigerklärung von Verordnungen eine zeitliche Beschränkung der Urteilswirkungen.

[73] Vgl. ABl. 2000 Nr. C 122/8.

[74] Vgl. hierzu ausführlich Selmayr, 1999b, S. 170 ff., sowie Selmayr/Kamann, 2000, S. 14.; zustimmend Mager, 2000, S. 177 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

keit zur Bekämpfung von Betrug zum Nachteil der „finanziellen Interessen der Gemeinschaft" (Art. 280 EG-Vertrag) es OLAF ermögliche, quasi-staatsanwaltschaftliche Untersuchungen auch bei der EZB vorzunehmen, beruft sich die EZB vor allem auf ihre finanzielle Unabhängigkeit gegenüber dem Haushalt der Gemeinschaft. Gerade wegen dieser finanziellen Unabhängigkeit hat sich die EZB für befugt angesehen, ein eigenständiges, nicht den politischen Gemeinschaftsorganen unterstehendes Betrugsbekämpfungsregime zu schaffen, welches sich auf den Schutz der finanziellen Interessen der EZB konzentriert[75]. Im OLAF-Rechtsstreit steht damit der EuGH vor der schwierigen Aufgabe, sich zur Reichweite der Zentralbankunabhängigkeit im Gemeinschaftsrecht zu äußern. Im Urteil des EuGH wird man zudem einige grundsätzliche Aussagen zum Verhältnis der EZB zu den politischen Gemeinschaftsorganen Parlament, Rat und Kommission erwarten können.

Dieses aktuelle Beispiel belegt, welch beachtliche Rolle rechtliche Fragen für die praktische Tätigkeit der EZB spielen können. Man sollte sich daher schon jetzt daran gewöhnen, dass rechtliche Argumente bei einer Analyse der geldpolitischen Entscheidungen der EZB an Bedeutung zunehmen werden. Denn heute stellen nicht nationale Parlamente, das Europäische Parlament oder der Ministerrat, sondern das Gemeinschaftsrecht in seiner Auslegung durch den EuGH sicher, dass die der EZB übertragenen Hoheitsbefugnisse nicht in einem Machtvakuum ausgeübt werden. Diese prominente Stellung des EuGH in der Wirtschafts- und Währungsunion ist eine direkte Konsequenz der Entscheidung der 15 Mitgliedstaaten, in Europa den kühnen Versuch zu wagen, eine einheitliche Währung zu schaffen, ohne gleichzeitig einen föderalen Bundesstaat zu errichten. Heute trägt deshalb nicht eine europäische Regierung die Verantwortung für das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion, sondern einer unabhängigen Zentralbank unter der Kontrolle eines supranationalen Gerichts. Dies ist nur scheinbar eine unvollkommene Konstruktion; im Interesse einer umfassenden Entnationalisierung und Entpolitisierung der Geldpolitik ist diese Asymmetrie sogar gewollt und könnte sich langfristig durchaus als Erfolgsmodell für eine „Geldpolitik nur mit rechtlichen Grenzen" erweisen.

[75] Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 7. Oktober 1999 über Betrugsbekämpfung (EZB/1999/5), ABl. Nr. L 291/36.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Literaturverzeichnis

Amtenbrinck, Fabian, The Democratic Accountability of Central Banks. A Comparative Study of the European Central Bank, Oxford 1999.

Aspetsberger, Axel/*Schubert,* Aurel, Möglichkeiten und Grenzen der Subsidiarität in der Europäischen Währungsunion, in: Berichte und Studien der Oesterreichischen Nationalbank 1993, S. 110 ff.

Bailleix-Banerjee, Corinne, La France et la Banque centrale européenne, Paris 1999.

Bickerich, Wolfram, Die D-Mark. Eine Biographie, Berlin 1998.

Blinder, Alan S., Central Banking in a Democracy, Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 1996, S. 1 ff.

Buiter, William, Alice in Euroland, Journal of Common Market Studies 1999, S. 181 ff.

Feldhahn, Michael, Die Rechtsnatur der Diskontsatzfestsetzung der Deutschen Bundesbank und der dagegen gegebene Rechtsschutz, München 1991.

Hahn, Hugo J., Berichtspflichten und Informationsmöglichkeiten der Europäischen Zentralbank, Juristenzeitung 1999, S. 957 ff.

Holder, William, The Relationship Between the International Monetary Fund and the United Nations, in: Effros, Robert C. (Hrsg.), Current Legal Issues Affecting Central Banks, Vol. 4, Washington 1997, S. 16 ff (S. 20).

Hummer, Waldemar/*Obwexer,* Walter, Österreich unter EU-Kuratel, Europablätter 2000, Teil I: S. 52 ff., Teil II: S. 93 ff.

Issing, Otmar, Walter Eucken: Vom Primat der Währungspolitik, Rede veröffentlicht unter http://www.ecb.int/key/00/sp000317_2de.htm.

Kortz, Helge, Die Konvergenzkriterien des EGV, RIW 1997, S. 357 ff.

Krauskopf, Bernd/*Steven,* Christine, Introduction of the Euro in Overseas Territories and Currency Arrangements with Third Countries, The Journal of International Banking Regulatio 2000, S. 53 (S. 57 f.).

Mager, Ute, Das Europäische Amt für Betrugsbekämpfung (OLAF) – Rechtsgrundlagen seiner Errichtung und Grenzen seiner Befugnisse, ZEuS 2000, S. 177 ff.

Mann, F.A., The Legal Aspect of Money, 5. Auflage, London 1992, S. 461 ff.

Remsperger, Herrmann, Geldmengenregel und trendorientierte Fiskalpolitik, Frankfurt 1979.

– Subsidiarität in der Zentralbankpolitik: Erfahrungen und Perspektiven, in: Filc, Wolfgang/Köhler, Claus (Hrsg.), Integration und Desintegration der Weltwirtschaft, Berlin 1994, S. 13 ff.

Sauerzopf, Birgit/*Selmayr,* Martin, Das Europäische System der Zentralbanken als Hüter eines stabilen Euro, Der Wirtschaftstreuhänder 1998, S. 12 ff.

Selmayr, Martin, Die Europäische Währungsunion zwischen Politik und Recht, Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998a, S. 101 ff.

– Gefahr für die Europäische Zentralbank?, Europablätter 1998b, S. 39

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

– Die Wirtschafts- und Währungsunion als Rechtsgemeinschaft, Archiv des öffentlichen Rechts 1999a, S. 357 ff.

– Die EZB als Neue Gemeinschaft – ein Fall für den EuGH?, Europablätter 1999b, S. 170 ff.

– Wie unabhängig ist die Europäische Zentralbank? Eine Analyse anhand der ersten geldpolitischen Entscheidungen der EZB, Wertpapiermitteilungen 1999c, S. 2428 ff.

– Darf die EZB den Wechselkurs des Euro stützen? Ein Überblick über die europarechtlichen Regeln für Devisenmarktinterventionen, Europablätter 2000a, S. 209 ff.

– Interventionen zwecks Preisstabilität. Die europarechtlichen Leitplanken für die EZB, Neue Zürcher Zeitung Nr. 237 vom 11. Oktober 2000b, S. 11.

Selmayr, Martin/*Kamann,* Hans-Georg, Streit um die Unabhängigkeit, F.A.Z. Nr. 86 vom 11. April 2000, S. 14.

Spindler/Becker/Starke, Die Deutsche Bundesbank. Grundzüge des Notenbankwesens und Kommentar zum Gesetz über die Deutsche Bundesbank, 4. Auflage, Stuttgart u. a. 1973.

Stern, Klaus, Das Staatsrecht der Bundesrepublik Deutschland, Band II, München 1988,

Vignes, Daniel, L'Autriche...? Hélas, c'était indispensable, Revue du Marché commun et de l'Union européenne 2000, S. 145 ff.

Welteke, Ernst, Euro/Yen/Dollar: Managing a tripolar world, Rede anlässlich des World Economic Forum in Davos am 28. Januar 2000, veröffentlicht unter http://www.bundesbank.de (Reden).

Zilioli, Chiara/*Selmayr,* Martin, The European Central Bank, its System and its Law, Euredia 1999a, S. 187 u. S. 307

– The External Relations of the Euro Area: Legal Aspects, Common Market Law Review 1999b, S. 273 ff.

– The European Central Bank, its System and its Law, Yearbook of European Law 1999–2000, S. 347 ff.

– The European Central Bank: an Independent Specialized Organisation of Community Law, Common Market Law Review 2000, S. 591 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Nutzung neuronaler Netze beim Einsatz geldpolitischer Instrumente

Von Friedrich Geigant und Carsten Lange

A. Einleitung

Noch ehe die Turbulenzen der siebziger Jahre eintraten, wandte William Poole[1] die Aufmerksamkeit der Fachwelt auf die Tatsache, dass bei Zufallsereignissen, die den Ergebnissen des Wirtschaftsprozesses ihr Siegel aufdrücken, die Wirtschaftspolitik vor einem Entscheidungsproblem steht: Je nach Art der Störung empfiehlt sich nämlich der Einsatz unterschiedlicher Instrumente der Geldpolitik, wenn ein bestimmtes Ziel erreicht werden soll. Das ist inzwischen zum allgemein akzeptierten Grundsatz der Theorie der Wirtschaftspolitik aufgerückt.

Der Ansatz von William Poole ist in vielerlei Hinsicht vereinfacht, um der Hauptbotschaft deutlicher Gehör zu verschaffen. Empirische Fragestellungen und wirtschaftspolitische Umsetzungen sind dabei in den Hintergrund gerückt. Wird das Modell von Poole strukturell und methodisch erweitert, lässt sich zeigen, dass der Einsatz von wirtschaftspolitischen Instrumenten auch in einer Welt mit zahlreichen Märkten und nichtlinearen Zusammenhängen der Pooleschen Intention entsprechend optimiert werden kann.

B. Geldangebot im Pooleschen Modellrahmen

I. Gesamtwirtschaftliches System

Den Ausführungen von Poole lag ein schlichtes keynesianisches ISLM-Modell zugrunde:

$$S(Y) = I(r)$$
$$M = L(P,\ Y,\ r)$$

In logarithmischen Ausdrücken für alle maßgeblichen Variablen (ausgenommen den Zinssatz r) lässt sich die lineare Form des Modells vertreten:

[1] Vgl. Poole, W. (1970).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

	Exponentielle Form	Logarithmische Form
IS	$Y = \left(J_0 \exp\left(-j_1 r\right)\right)^{\frac{1}{s}}$	$y = \frac{1}{s}\left(j_0 - j_1 r\right)$
LM	$M = P\, Y^{\lambda_0} \exp\left(-\lambda_1 r\right)$	$m = p + \lambda_0 y - \lambda_1 r$

Außer der Gleichgewichtsidee ist in diesem Modell mittels Linearhomogenität der Geldnachfrage L in Bezug auf P die Annahme verankert, dass die geldhaltenden Sektoren keiner Geldillusion unterliegen.

Soll das Preisniveau nicht als unveränderlich in die Argumentation eingehen, kann es unter der Annahme technischer und allokativer Effizienz an das Realeinkommen gekoppelt werden. Die Idee lässt sich am einfachsten mit Hilfe einer Produktionsfunktion vom Cobb-Douglas-Typ, ferner mit der Erklärung des Reallohnsatzes aus der Grenzproduktivität des Faktors Arbeit sowie mit dem keynesianischen *Gleichgewicht bei Unterbeschäftigung* ins Werk setzen. Der Nominallohnsatz (W) ist gemäß der Logik des Unterbeschäftigungsgleichgewichts exogen bestimmt.

PRODUKTION	$Y = N^x K^{1-x}$	$y = x\, n + (1 - x)k$
EFFIZIENZ	$\frac{W}{P} = \frac{\partial Y}{\partial N} = x\frac{Y}{N}$	$w - p = \ln(x) + y - n$
GLEICHGEWICHT	$N = \mathcal{F}^{NN}\left(\frac{W}{P}\right) \leq \mathcal{F}^{NA}(w)$	

Mit diesen Annahmen gelangt man zur folgenden AS-Funktion in logarithmischer Gestalt:

$$\begin{aligned} p &= \left(w - \ln(x) - \frac{1-x}{x}k\right) + \left(\frac{1-x}{x}\right)y \\ &= \pi_1 + \pi_2 y \end{aligned} \tag{1}$$

Nach Substitution von p aus der AS-Funktion (1) verwandelt sich die LM-Funktion in eine gleichgewichtige Finanzierungsfunktion, die nach dem Ursprung aus LM und AS auf den Namen LMAS getauft wird:[2]

$$\begin{aligned} m &= \mathcal{F}^{lmas}(y, r) \\ &= \pi_1 + (\lambda_0 + \pi_2)y - \lambda_1 r \end{aligned}$$

Die Schreibweise des gesamten, in diesem Stadium schon erheblich reduzierten Modells wird im Weiteren folgendermaßen vereinfacht:

[2] Kleine Buchstaben im Funktionsnamen zeigen an, dass es sich um die logarithmierte Form einer Funktion handelt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$y = \overset{(+)}{a_0} + \overset{(-)}{a_1}\, r \tag{2}$$

$$m = \overset{(.)}{b_0} + \overset{(+)}{b_1}\, y + \overset{(-)}{b_2}\, r \tag{3}$$

$$\Longleftrightarrow$$

$$\begin{pmatrix} 1 & -a_1 \\ b_1 & b_2 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y \\ r \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} a_0 \\ m - b_0 \end{pmatrix} \tag{4}$$

II. Wirtschaftspolitische Ziele und Instrumente

Aus dem gegebenem makroökonomischen System (2) und (3) ergibt sich im Gleichgewicht und bei je *verschiedenen Werten des Realeinkommens* y – eine Verknüpfung von Geldmenge und Zins:

$$m = (a_0 b_1 + b_0) + (a_1 b_1 + b_2) r \tag{5}$$

Im Falle eines *vorgegebenen* Einkommensziels y_z ist der Zins festgelegt,

$$r = \frac{y_z - a_0}{a_1}$$

und demzufolge gemäß Gleichung (5) auch die Geldmenge.

William Poole untersucht die Möglichkeit einer sogenannten „kombinierten Politik", die eine *reine* Geldmengenpolitik ($c_2 = 0$) als Grenzfall enthält:

$$m = \mathcal{F}^{ma}(r) = c_1 + c_2 r \tag{6}$$

Der Wertebereich ist dabei zweifach beschränkt:

- Durch die Bedingung $\overline{m} \leq m^a$, d. h. dass die Geldmenge einen Minimalwert nicht unterschreitet.
- Durch die Bedingung $0 < \bar{r} \leq 0$, sofern man Konsens über die *Positivität des (Real-)Zinses* voraussetzt.

Trotz formaler Übereinstimmung der Gleichung (3) mit Gleichung (6) handelt es sich im Falle der letzteren nicht um eine *Gleichgewichts*beziehung, sondern um eine *Verhaltenshypothese*, es handelt sich, wie gesagt, um eine Geldangebotsfunktion.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

III. Wirtschaftspolitisches Handeln angesichts von Schocks

Die Geldangebotsfunktion ist bei Poole in ein stochastisches Modell eingebaut: Den Nachfragegleichungen des Gütermarkts und der Finanzierungswelt sind Zufallsgrößen additiv bzw. subtraktiv angefügt (*additive Unsicherheit*). Das Modell nimmt in dieser schlichten Weise stochastischen Charakter an:[3]

$$(7) \qquad y = \mathcal{F}^{is}(r) = a_0 + a_1 r + u \qquad \text{wobei: } E[u] = 0;\ E[u^2] > 0$$

$$(8) \qquad m = \mathcal{F}^{ma}(r) = c_1 + c_2 r$$

$$(9) \qquad m = \mathcal{F}^{mn}(y, r) = b_0 + b_1 y + b_2 r + v \qquad \text{wobei: } E[v] = 0;\ E[v^2] > 0$$

$$\Longleftrightarrow$$

$$(10) \qquad \begin{pmatrix} 1 & -a_1 \\ b_1 & b_2 - c_2 \end{pmatrix} \begin{pmatrix} y \\ r \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} a_0 + u \\ c_1 - b_0 - v \end{pmatrix}$$

Auf eine genauere zeitliche Festlegung der politischen Aktivität (vielleicht am Anfang einer Periode) und des Eintritts der Störungen (z. B. am Periodenende) wird an dieser Stelle verzichtet. Sie würde auf eine intertemporale, mit Diskontierungsproblemen befrachtete und kontrolltheoretische Bahn führen.

Im Finanzierungsgleichgewicht gilt gemäß Gleichung (8) und (9):

$$(11) \qquad c_0 + c_1 r = b_0 + b_1 y + b_2 r + v$$

Wird y in Gleichung (11) gemäß Gleichung (7) substituiert, so erhält man als zugehörige gleichgewichtige Verknüpfung von Geldmenge und Zins (*bei wechselndem Gleichgewichtseinkommen*):

$$(12) \qquad m = (b_0 + b_1 a_0 + b_1 u + v) + (b_1 a_1 + b_2) r$$

Die Aufgabe, welche der Geldangebotspolitik daraus erwächst, wird in der Gegegenüberstellung von *Geldangebots*hypothese (8) und *Gleichgewichts*bedingung (12) nunmehr deutlich:

---

[3] Aus den stochastischen Festlegungen zu (7) und (9) folgt:

$$\sigma_u^2 := E\left[(u - E[u])^2\right] = E[u^2]$$

$$\sigma_v^2 := E\left[(v - E[v])^2\right] = E[v^2]$$

$$\sigma_{uv} := E[(u - E[u])(v - E[v])] = E[uv]$$

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$\underbrace{c_1 + c_2 r}_{\text{Geldangebot}} = m = \underbrace{(b_0 + b_1 a_0 + b_1 u + v) + (b_1 a_1 + b_2) r}_{\text{gleichgewichtige Geldmenge}}$$

Die Politik, so die Botschaft des Modells, muss sich des immerwährend präsenten Störungspotenzials bewusst sein und in geeigneter Weise darauf reagieren.

Bei der Verfolgung eines wirtschaftspolitischen Ziels – wir behalten das Realeinkommensziel y_z bei – ist mit Störungen zu rechnen. Dies zeigt die Lösung der Matrizengleichung (10) bzw. des Gleichungssystems (7), (8) und (9) nach y:

$$y = \frac{D_y(c_1, c_2; u, v)}{D(c_2)} = \frac{\begin{vmatrix} a_0 + u & -a_1 \\ c_1 - b_0 - v & b_2 - c_2 \end{vmatrix}}{\begin{vmatrix} 1 & -a_1 \\ b_1 & b_2 - c_2 \end{vmatrix}} \tag{13}$$

$$= \frac{(c_1 - b_0)a_1 - (c_2 - b_2)a_0 - (c_2 - b_2)u - a_1 v}{a_1 b_1 + b_2 - c_2} \tag{14}$$

Der Erwartungswert von y ist allerdings von solchen (additiv bzw. subtraktiv eingebrachten) Störgrößen frei.

$$E[y] = \frac{(c_1 - b_0)a_1 - (c_2 - b_2)a_0}{a_1 b_1 + b_2 - c_2} \tag{15}$$

Durch die Tatsache, dass das Sicherheitsäquivalent $E[y]$ als Norm des stochastischen Systems gelten kann, werden wirtschaftspolitische Aktivitäten erheblich erleichtert. Allzu weitreichende Schlussfolgerungen daraus zu ziehen, stößt jedoch auf Bedenken. Denn der Grund für die Rückzugsmöglichkeit auf das Sicherheitsäquivalent liegt einzig und allein in der angenommenen *additiven Unsicherheit* (sei es auch in einem logarithmischen Modellrahmen). Der Wirtschaftspolitiker kann nur auf dieser Basis riskieren, seine Aktivitäten so zu planen, als bewegte er sich in einer sicheren Welt. Momente höherer Ordnung als der Mittelwert bleiben bei additiver Unsicherheit von allen zu ergreifenden Maßnahmen unberührt. Die Situation ändert sich grundlegend, wenn *multiplikative Unsicherheit* in Betracht gezogen wird. In diesem Fall nimmt die Art und Weise des wirtschaftspolitischen Handelns auch auf die Varianz (und andere höhere Momente) Einfluss: Es ist damit zu erklären, dass man sich jetzt auf Wirkungsgrad und Wirkungsweise des Mitteleinsatzes nicht mehr fest verlassen kann.[4]

[4] Vgl. Söderström, U. (2000).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Im Falle additiver Unsicherheit tragen, wie gesagt, die wirtschaftspolitischen Maßnahmen als solche zum Unsicherheitsproblem nicht bei, sie drücken den höheren Momenten des stochastischen Modells keinen Stempel auf. Nichtsdestoweniger zeigen diese Momente, insbesondere die Varianzen $E[u^2]$ und $E[v^2]$ und die Kovarianzen $E[uv]$, das vorhandene Störpotenzial an. Darauf reagiert die Wirtschaftspolitik, sie hat, um zu wiederholen, kein Problem mit dem im Durchschnitt erreichbaren Ziel (Sicherheitsäquivalent), wohl aber mit den Ausschlägen um das verfolgte Ziel.

IV. Optimale Strategie

Das von der Wirtschaftspolitik zu lösende Problem kann auf zwei knappe Aussagen verkürzt werden:

$$\min_{c_1,\, c_2} L = E\left[(y - y_z)^2\right] \tag{16}$$

unter der Nebenbedingung (vgl. Gleichung (13)),

$$y = \frac{D_y(c_1,\, c_2;\, u,\, v)}{D(c_2)}. \tag{17}$$

1. Verlustfunktion

Seit den Untersuchungen von Jan Tinbergen[5] und Henri Theil[6] in den fünfziger und sechziger Jahren wird empfohlen, die Wirtschaftspolitik so zu führen, dass eine quadratische Verlustfunktion, in unserem Fall also

$$L = E\left[(y - y_z)^2\right], \tag{18}$$

ihr Minimum erreicht. $E\left[(y - y_z)^2\right]$ lässt sich als Maß für den Schaden begreifen, der aus der Verletzung eines beliebig gesetzten wirtschaftspolitischen Ziels y_z erwächst.

Ob für Verlustfunktionen eine quadratische Form die beste Lösung darstellt, war seit jeher fraglich. Denn die quadratische Funktion hat offensichtlich kuriose Symmetrieeigenschaften, sie liefert z. B. den gleichen Verlustindex, ob eine Zielüberschreitung oder Zielunterschreitung vorliegt, und sie geht darüber hinaus auf jedem y-Niveau von derselben Elastizität der Verlusteinschätzung in bezug auf die Zielverfehlung aus. Solchen sachlogischen Nachteilen stehen aber mathematisch-handwerkliche Vorzüge gegen-

[5] Vgl. Tinbergen, J. (1954).
[6] Vgl. Theil, Henri (1966).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

über; sie lassen die quadratische Form immer noch zu Ehren kommen. Außerdem mussten sich sämtliche in Betracht gezogene alternative Formen nicht viel weniger Kritik gefallen lassen.[7]

2. Nebenbedingung

Die Nebenbedingung hat die Aufgabe, den makroökonomischen Handlungsrahmen und die wirtschaftspolitischen Ansatzpunkte in den Kontext eines Gleichgewichtssystems einzubetten. Es handelt sich um ein gestörtes Gleichgewicht in dem Sinne, dass zwar die maßgeblichen Werte, z. B. die hier interessierende Einkommenshöhe y, von Störungen gezeichnet sind, dass aber der angebots- und nachfrageseitige Ausgleich auf dem Gütermarkt und bei den Finanzierungen gewährleistet bleibt. Da eine Ungleichgewichtssituation mehr oder minder künstlich ausgeschlossen wird, bleiben auch Reaktionen auf ein gestörtes Gleichgewicht außer Betracht. Befreite man sich von dieser Fessel, nähme die Nebenbedingung den Charakter einer Reaktionsfunktion an. Das Einschwenken in kontrolltheoretische Bahnen wäre dann vorgezeichnet.

Wenn additive Unsicherheit herrscht, nimmt allein die Zählerdeterminante der Gleichgewichtslösung für y die Störungen auf. Man gewinnt die Zählerdeterminante, indem man in der Koeffizientendeterminante $D = \begin{vmatrix} 1 & -a_1 \\ b_1 & (b_2 - c_2) \end{vmatrix}$ die zum Einkommen gehörende Koeffizientenspalte gegen den Vektor der Absolutgrößen austauscht. In diesem Vektor – und nur in diesem Vektor – treten die additiven Störglieder in Erscheinung: $D_y = \begin{vmatrix} (a_0 + u) & -a_1 \\ (c_1 - b_0) - v & (b_2 - c_2) \end{vmatrix}$.

3. Optimierung

Die Verlustfunktion erhält unter Berücksichtigung der Nebenbedingung und bei frei bestimmbarem Zielwert für das Einkommen (y_z) folgende Gestalt:

$$L = E\left[(y - y_z)^2\right] = E\left[\left(\frac{D_y}{D} - y_z\right)^2\right]$$

$$= E\left[\left(\frac{(c_1 - b_0)a_1 - (c_2 - b_2)a_0 - (c_2 - b_2)u - a_1 v}{a_1 b_1 + b_2 - c_2} - y_z\right)^2\right]$$

[7] Vgl. Chadha, J. S./Schellekens, Ph. (1999).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$(19)\quad L = \frac{(c_2 - b_2)^2}{(a_1 b_1 + b_2 - c_2)^2} E[u^2] + \frac{2a_1(c_2 - b_2)}{(a_1 b_1 + b_2 - c_2)^2} E[uv] + \frac{a_1^2}{(a_1 b_1 + b_2 - c_2)^2} E[v^2] + \left(\frac{(c_1 - b_0)a_1 - (c_2 - b_2)a_0}{(a_1 b_1 + b_2 - c_2)} - y_z \right)^2$$

Die Parameter der Geldangebotsfunktion bieten offensichtlich Anhaltspunkte für eine Politik, die auf Verminderung des in der Varianz und Kovarianz zum Ausdruck kommenden Störpotenzials gerichtet ist. Denn c_1 und c_2 sind integrale Bestandteile der Lösungen des stochastischen Systems (7) bis (9), und zwar in der Art, dass c_1 im Zähler der Lösungsgleichung für (14) auftritt, während c_2, die Semi-Zinselastizität des Geldangebots, im Zähler *und* Nenner der Lösungsgleichung erscheint.

Um die optimalen Werte für c_1 und c_2 zu erhalten, werden die Ableitungen der Gleichung (19) gleich null gesetzt (notwendige Bedingung eines Extremwertes von L). Die beiden neuen Gleichungen löst man schließlich nach c_1 und c_2 auf:

$$(20)\quad c_1^{opt.} = \frac{b_1(b_0 + b_1 y_z)E[u^2] + (b_0 + b_1(2y_z - a_0))E[uv] + (y_z - a_0)E[v^2]}{E[uv] + b_1 E[u^2]}$$

$$(21)\quad c_2^{opt.} = \frac{b_1 b_2 E[u^2] + (b_2 - a_1 b_1)E[uv] - a_1 E[v^2]}{E[uv] + b_1 E[u^2]}$$

Die optimale Semi-Zinselastizität $c_2^{opt.}$, ist, wie man sieht, zwar von der Störungsintensität, nicht jedoch vom verfolgten Einkommensziel abhängig. Dagegen hat die durch $c_1^{opt.}$ bestimmte Geldangebotskomponente beiden Aspekten Rechnung zu tragen. Auf eine kurze Formel gebracht, schlägt sich in der mengenpolitischen Ausrichtung der Geldpolitik das verfolgte Ziel nieder; und zwar schlägt es sich nach Maßgabe seiner Störanfälligkeit nieder.

Beide Optimalbedingungen stellen darüber hinaus sicher, dass der Zielwert y_z normalerweise mit dem Sicherheitsäquivalent $E[y]$ zusammenfällt, sobald die optimale Politik befolgt wird. Am Beispiel der Ableitung von L nach c_1 kann man sich das am schnellsten klar machen. Notwendig ist lediglich, dass $y' := \frac{\partial}{\partial c_1}\left(\frac{D_y}{D}\right) = \frac{a_1}{a_1 b_1 + b_2 - c_2} \neq 0$. Diese Voraussetzung ist im Normalfall erfüllt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$\frac{\partial L}{\partial c_1} = E\left[2\left(\frac{D_y}{D} - y_z\right)\frac{\partial\left(\frac{D_y}{D} - y_z\right)}{\partial c_1}\right] = 2\frac{\partial\left(\frac{D_y}{D} - y_z\right)}{\partial c_1}E\left[\left(\frac{D_y}{D} - y_z\right)\right] = 0$$

$$\Longrightarrow \quad E\left[\frac{D_y}{D}\right] = E[y] = y_z$$

V. Die Störterme

Für die von der Geldpolitik zu treffenden Entscheidungen spielen, wie gezeigt, die stochastischen Eigenschaften der Störterme eine Rolle.

Es ist nicht notwendigerweise davon auszugehen, dass die Variablen u und v stochastisch unabhängig sind. Die Begründung, dass sie unterschiedlichen Welten angehörten, wäre auch nicht überzeugend. Denn gewiss ist der Störterm u im *Gütermarkt* traditionellen Verständnisses angesiedelt. Für den Störterm v trifft diese klare Ausrichtung jedoch nicht zu. Er spricht vielmehr auf Ereignisse des güterwirtschaftlichen Bereichs nicht minder an wie auf monetäre Ereignisse: Wie gezeigt, bewirkt die Preisvariable, dass der Schatten von Produktion und Allokation auf die Finanzierungsbedingungen fällt. Nichtsdestoweniger ist die Distanz zwischen Angebots- und Nachfrageplanung groß genug und die Beimischung monetärer Elemente in v stark genug, um ggf. die Annahme stochastischer Unabhängigkeit vertretbar zu machen.

Zugunsten einer Unterdrückung der Kovarianz könnte man wirksamer ins Feld führen, dass das Unabhängigkeitspostulat lediglich eine Normalisierung darstellt und keinerlei Einbuße an Allgemeingültigkeit der zu gewinnenden Schlussfolgerung nach sich zieht.[8] Allerdings sind dann die geschätzten Systemparameter von der Normalisierung betroffen.

Daher empfiehlt es sich, die Kovarianzen im allgemeinen Ansatz zu belassen.

C. Verwendung eines neuronalen Netzes zur Schätzung des optimalen Geldangebotes

Das originäre Poole-Modell unterliegt einer ganzen Reihe von Restriktionen. Dies wurde bereits in den vorangegangenen Abschnitten verdeutlicht. Hier sollen zumindest einige dieser Restriktionen aufgehoben werden. Dies betrifft zum einen die Restriktionen bezüglich der Störgrößen, die nicht mehr notwendigerweise *additive Unsicherheit* zum Ausdruck bringen müs-

[8] Vgl. LeRoy, St./Lindsey, D. E. (1978), S. 929, Fußnote 1.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

sen. Zum anderen wird eine Optimierung in einem nichtlinearen Umfeld zumindest numerisch möglich.

Mittels eines neuronalen Netzes wird eine Geldangebotsfunktion formuliert. Mit dieser Geldangebotsfunktion wird für ein nichtlineares Modell ein zumindest approximativ optimales, zinselastisches Geldangebot generiert. Das Modell ist dabei so strukturiert, dass es (mit Ausnahme der neuronalen Geldangebotsfunktion) durch Logarithmierung linearisierbar ist. Dies ist keine Restriktion des hier vorgestellten Ansatzes. Er wird im Folgenden allgemein formuliert und ist auf eine weite Klasse nichtlinearer Modelle anwendbar. Die Begründung für die Wahl eines loglinearen Modells liegt vielmehr darin, dass die durch das neuronale Netz generierten Ergebnisse mit Hilfe des in den vorangegangen Abschnitten vorgestellten Modells und dessen Optimallösungen (vgl. Gleichung (20) und (21)) verifiziert werden sollen.

I. Modell

Das verwendete Modell entspricht formal dem im Abschnitt 1. hergeleiteten, allerdings werden die reduzierten Formen (7) und (9) für das Gütermarktgleichgewicht und die Geldnachfrage in ihrer Exponentialform verwendet, um den nichtlinearen Charakter des Modells zu erhalten:

$$(22) \qquad Y_i = \mathcal{F}^{IS}(r_i, U_i) = \alpha_0 \exp(\alpha_1 r_i) U_i$$
$$\text{mit: } E[\ln U_i] = 0, E\left[(\ln U_i)^2\right] > 0,\ \alpha_0 > 0,\ \alpha_1 < 0$$

$$(23) \qquad M_i = \mathcal{F}^{MN}(Y_i, r_i, V_i) = \beta_0 Y_i^{\beta_1} \exp(\beta_2 r_i) V_i$$
$$\text{mit: } E[\ln V_i] = 0, E\left[(\ln V_i)^2\right] > 0,\ \beta_0 > 0,\ \beta_1 > 0,\ \beta_2 < 0$$

Außerdem wird anstelle der loglinearen Geldangebotsfunktion (8) ein neuronales Netz zur Bestimmung des Geldangebotes verwendet:

$$(24) \qquad M_i = \mathcal{F}^{Netz}(r_i, \vec{\zeta}) = \sum_{n=1}^{3} \zeta_{(3n+1)} \frac{1}{1 + \exp(\zeta_{(3n-1)} r_i + \zeta_{3n})} + \zeta_1$$
$$\text{mit } \vec{\zeta} := [\zeta_1, \zeta_2, \ldots, \zeta_{10}]$$

Die Geldangebotsfunktion (24) unterscheidet sich prinzipiell nicht von der Geldangebotsfunktion (8) des vorangegangenen Abschnittes. Genau wie dort wird das Geldangebot als Funktion des Zinses in Abhängigkeit von vorher zu bestimmenden Parametern determiniert. Hier sind allerdings nicht nur die beiden Parameter c_1 und c_2, sondern insgesamt 10 Parameter (ζ_j mit $j = 1, 2, \ldots, 10$) zu bestimmen, um das Geldangebot zu optimieren.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

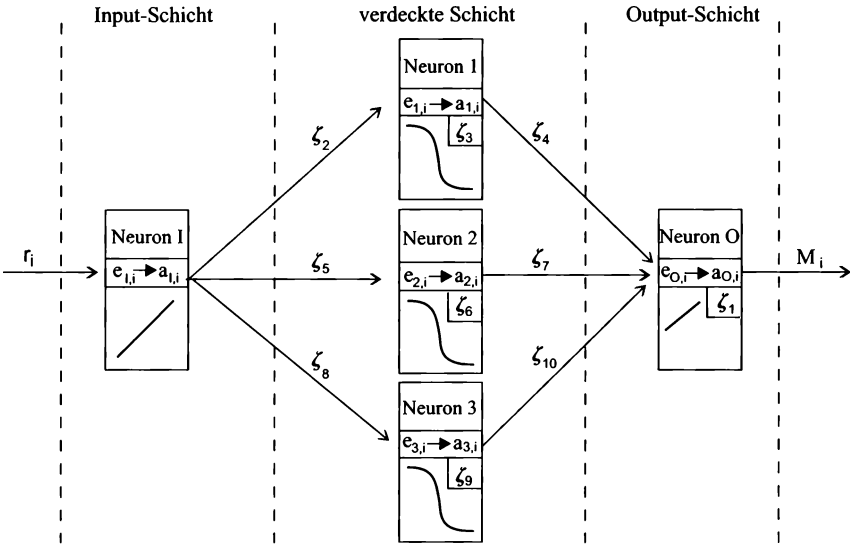


Abbildung 1: Struktur des verwendeten neuronalen Netzes

Bevor nun gezeigt wird, wie die Parameter (ζ_j) optimiert werden können, soll mit Hilfe von Abbildung 1 gezeigt werden, warum Gleichung (24) ein neuronales Netz wiedergibt; genau genommen ein neuronales Feed-Forward-Netz mit einer verdeckten Schicht, bestehend aus 3 verdeckten Neuronen, einem Input- und einem Output-Neuron.

Durch die Eingabeeinheit (Input-Neuron) des neuronalen Netzes (vgl. Abbildung 1) wird ein Signal aufgenommen und mit Hilfe der sogenannten Aktivierungsfunktion des Input-Neurons zur Aktivität desselben transformiert. Die Aktivität des Input-Neurons wird dann gewichtet (mit ζ_2, ζ_5 und ζ_8) an die nachgelagerten verdeckten Neuronen (vgl. die Neuronen 1, 2 und 3) weitergegeben und durch deren Aktivierungsfunktionen zu den Aktivitäten der jeweiligen verdeckten Neuronen transformiert. Da hier nur eine Schicht verdeckter Neuronen installiert wurde, werden deren Aktivitäten direkt und wiederum gewichtet (mit ζ_4, ζ_7 und ζ_{10}) an das Output-Neuron[9] weitergegeben.[10] Dort werden die Signale erneut transformiert und anschließend ausgegeben. Somit weist ein neuronales Netz letztendlich in Abhän-

[9] Ein neuronales Netz kann auch über mehrere Output-Neuronen verfügen.

[10] Im Falle weiterer verdeckter Schichten würden die Aktivitäten jeweils gewichtet an die Neuronen dieser Schichten weitergeleitet, um dann nach dem Durchlaufen dieser Schichten die Output-Schicht zu erreichen.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

gigkeit von den gewählten Parametern und den Aktivierungsfunktionen jedem Input einen Output zu.

Der Begriff *neuronales Netz* ist der Neurologie entlehnt, weil auch im Gehirn Impulse auf ähnliche, allerdings viel kompliziertere Weise verarbeitet werden.[11] Von einem *Feed-Forward-Netz* wird gesprochen, weil der Informationsfluss ausschließlich vorwärts erfolgt. Rückkopplungen von nachgelagerten zu vorgelagerten Neuronen erfolgen nicht.[12]

Im Einzelnen arbeitet die als neuronales Netz formulierte Geldangebotsfunktion wie folgt (vgl. wiederum Abbildung 1): Der Zins r_i wird über das Input-Neuron in das Netz eingelesen und unverändert (die Aktivierungsfunktion entspricht der Einheitsfunktion) an die 3 verdeckten Neuronen[13] weitergeleitet. Die Aktivität des Input-Neurons geht dabei gewichtet mit ζ_j $(j = 2,5,8)$ als effektiver Eingang $(e_{n.i} = \zeta_j r_i$ mit $j = 2,5,8)$ in das jeweilige Neuron n $(n = 1,2,3)$ ein und wird mit Hilfe der entsprechenden sigmoiden Aktivierungsfunktion (25) nach Maßgabe des jeweils zugehörigen Parameters ζ_j (mit $j = 3,6,9$) zur Aktivität $a_{n,i}$ des Neurons n transformiert:

$$(25) \qquad a_{n.i} = \mathcal{F}^{Akt.}_{n.i}(e_{n.i},\ \zeta_{(3n-1)}) = \frac{1}{1 + \exp(\underbrace{\zeta_{(3n-1)} r_i}_{e_{n.i}} + \zeta_{3n})} \quad \text{für: } n = 1,2,3$$

Diese Aktivitäten werden mit ζ_j $(j = 4,7,10)$ gewichtet und aufsummiert an das Output-Neuron weitergeleitet. Sie bilden den effektiven Eingang $\left(e_{O.i} = \sum_{n=1}^{3} \zeta_{(3n+:1)} a_{n,i}\right)$ des Output-Neurons. Als Aktivierungsfunktion für das Output-Neuron wird dann eine Additionsfunktion verwendet. Die Aktivität des Output-Neurons, welche auch den Netzoutput wiedergibt, wird dabei ermittelt, indem dem effektiven Eingang des Output-Neurons ein additiver Term hinzugefügt wird:

$$(26) \qquad M_i = \underbrace{\sum_{n=1}^{3} \zeta_{(3n+1)}\, a_{n.i}}_{e_{O.i}} + \zeta_1$$

---

[11] Vgl. z. B. Alkon, D. A. (1989), Brause, R. (1991), S. 15 ff. sowie Rojas, R. (1996), S. 3 ff.

[12] Vgl. für die Beschreibung anderer Netzarchitekturen Brause, R. (1991), S. 170 ff. sowie Rojas, R. (1996), S. 251 ff.

[13] Ein neuronales Netz mit drei verdeckten Neuronen verfügt nur über begrenzte Approximationseigenschaften, weshalb zumeist mit komplexeren neuronalen Netzen gearbeitet wird. Es kann aber im Folgenden gezeigt werden, dass ein Netz mit 3 Neuronen den in diesem Abschnitt gestellten Anforderungen voll genügt.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Wird nun in Gleichung (26) $a_{n,i}$ durch Gleichung (25) substituiert, so ergibt sich Gleichung (24), die das neuronale Netz in algebraischer Form wiedergibt. Sie stellt genau wie Gleichung (8) eine zinselastische Geldangebotsfunktion dar, weil jedem Zins r_i ein Geldangebot M_i zugewiesen wird. Sie weist allerdings durch die Art ihrer Nichtlinearität eine wesentlich höhere Flexibilität auf. Es lässt sich nämlich zeigen, dass durch ein neuronales Feed-Forward-Netz mit einer verdeckten Schicht und hinreichend vielen verdeckten Neuronen jede beliebige stetige Funktion in einem beliebigen endlichen Bereich beliebig genau approximiert werden kann.[14]

II. Optimierung im Netz

Ob durch die neuronale Geldangebotsfunktion (24) allerdings optimale Ergebnisse im Sinne eines minimalen (erwarteten) Loss gemäß Gleichung (18) erzielt werden, hängt wie auch im vorangegangenen Abschnitt von den Parametern der Geldangebotsfunktion ab.

Im Abschnitt 3. wurde mit Gleichung (18) der Erwartungswert für den Loss formuliert und anschließend berechnet, wie dieser durch ein entsprechendes Geldangebot minimiert werden kann. Hier wird für einen gegebenen Datensatz bestehend aus insgesamt N Einzeldatensätzen versucht, den Loss zu minimieren. Deshalb ist die Lossfunktion wie folgt formuliert:

$$L = \mathcal{F}^{Loss}(Y_i) = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N}\left(\ln(Y_i) - \ln(Y_z)\right)^2 \tag{27}$$

Da aber mit Gleichung (27) der Schätzer für den erwarteten Loss gemäß Gleichung (18) ermittelt wird, kann davon ausgegangen werden, dass ein auf dem zugehörigen Datensatz basierendes Loss-Minimum gemäß (27) approximativ in Abhängigkeit von der Anzahl der Daten auch ein Loss-Minimum im Sinne von (18) impliziert.

Analog zum Abschnitt 3. muss auch hier als notwendige Bedingung für ein Loss-Minimum gefordert werden, dass die partiellen Ableitungen der Geldangebotsfunktion nach allen Parametern – hier also nach allen ζ_j – Null sein müssen. Zunächst werden also die Ableitungen definiert und zwar zur Vereinfachung in vektorieller Schreibweise als Gradient des Losses $\nabla\vec{L}$:

$$\nabla\vec{L} := \left[\frac{\partial L}{\partial \zeta_1}, \frac{\partial L}{\partial \zeta_2}, \ldots, \frac{\partial L}{\partial \zeta_{10}},\right]'$$

[14] Vgl. Hornik, K./Stinchcombe, M./White, H. (1989), S. 359 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Der Gradient $\nabla\vec{L}$ kann dann wie folgt auf Grundlage der Gleichung (27) berechnet werden:

$$\nabla\vec{L} = \frac{2}{N}\sum_{i=1}^{N}\left(\ln(Y_i) - \ln(Y_z)\right)\frac{1}{Y_i}\nabla\vec{Y}_i \tag{28}$$

$$\text{mit: } \nabla\vec{Y}_i := \left[\frac{\partial Y_i}{\partial\zeta_1}, \frac{\partial Y_i}{\partial\zeta_2}, \ldots, \frac{\partial Y_i}{\partial\zeta_{10}}\right]'$$

Um $\nabla\vec{Y}_i$ zu ermitteln, müssten für das Gleichungssystem (22), (23) und (24) die Gleichgewichtslösungen für r_i, M_i und Y_i ermittelt werden, und die Lösung für Y_i müsste partiell nach allen ζ_j differenziert werden. Aufgrund der nichtlinearen Geldangebotsfunktion (24) ist eine explizite allgemeine Lösung aber nicht möglich. Deshalb wird die Gleichgewichtsbedingung in ihrer impliziten Form geschrieben:

$$0 = \mathcal{F}^{MN}(Y_i, r_i, V_i) - \mathcal{F}^{Netz}(r_i, \vec{\zeta}) \tag{29}$$

$$0 = \mathcal{F}^{MN}(Y_i, \underbrace{\mathcal{F}^{ISinv}(Y_i, U_i)}_{r_i}, V_i) - \mathcal{F}^{Netz}(\underbrace{\mathcal{F}^{ISinv}(Y_i, U_i)}_{r_i}, \vec{\zeta}) \tag{30}$$

$$\text{mit: } r_i = \mathcal{F}^{ISinv}(Y_i, U_i) = \frac{\ln\alpha_0 - \ln Y_i + \ln U_i}{\alpha_1}$$

Gleichung (29) gibt das Finanzierungsgleichgewicht wieder. Wird dann, wie in Gleichung (30) geschehen, der Zins durch den Gleichgewichtszins gemäß Gleichung (22) substituiert, erhält man die simultane Gleichgewichtsbedingung für beide Märkte.

Aus dem Theorem über implizite Funktionen folgt nun, dass die partiellen Ableitungen $\nabla\vec{Y}$ wie folgt aus Gleichung (30) berechnet werden können:[15,16]

$$\nabla\vec{Y} = S\nabla\overrightarrow{Netz} \tag{31}$$

[15] Vgl. Chiang, A.C. (1984), S. 206 ff.

[16] Der natürliche Logarithmus des Terms $\frac{\partial\mathcal{F}^{Netz}(r_i, \vec{\zeta})}{\partial r_i}$ im Nenner des letzten Summanden von (31) kann dabei als Maß für die Zinsreagibilität des Geldangebotes interpretiert werden.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

mit:

$$S := \frac{1}{\frac{\partial \mathcal{F}^{ISInv}(Y_i, U_i)}{\partial Y_i} \frac{\partial \mathcal{F}^{MN}(Y_i, r_i, V_i)}{\partial r_i} + \frac{\partial \mathcal{F}^{MN}(Y_i, r_i, V_i)}{\partial Y_i} - \frac{\partial \mathcal{F}^{ISInv}(Y_i, U_i)}{\partial Y_i} \frac{\partial \mathcal{F}^{Netz}(r_i, \vec{\xi})}{\partial r_i}}$$

$$\bigtriangledown \overrightarrow{Netz} := \left[\frac{\partial \mathcal{F}^{Netz}}{\partial \xi_1}, \frac{\partial \mathcal{F}^{Netz}}{\partial \xi_2}, \ldots \frac{\partial \mathcal{F}^{Netz}}{\partial \xi_{10}} \right]'$$

Werden dann die partiellen Ableitungen für $\bigtriangledown \overrightarrow{Netz}$ auf Basis von Gleichung (24) berechnet, so ist der Gradient $\bigtriangledown L$ der Lossfunktion definiert, sofern die Datenpaare Y_i, r_i gegeben sind. Die notwendige Bedingung für ein Lossminimum lautet:

$$\bigtriangledown \vec{L} = \vec{0} \tag{16}$$

Das nichtlineare Gleichungssystem (32) ist allerdings nicht allgemein lösbar. Um trotzdem ein Minimum zu ermitteln, kann aber mit dem Gradienten-Abstiegs-Verfahren eine numerische Prozedur angewandt werden, mit deren Hilfe unter bestimmten Bedingungen ein Loss-Minimum approximativ bestimmt werden kann.

Um die Funktionsweise des Gradienten-Abstiegs-Verfahrens transparent zu machen, ist es hilfreich, sich das Gleichungssystem, das durch die zu minimierende Lossfunktion (27) und die Bedingung für ein simultanes Gütermarkt- und Finanzierungsgleichgewicht (30) gebildet wird, als 11-dimensionales Loss-Gebirge vorzustellen. Die 10 Elemente des Vektors $\vec{\xi}$ bilden die exogenen Variablen und der Loss bildet die endogene Variable ab. Beginnend an einem beliebigen Ausgangspunkt[17] in diesem Gebirge (gegebene Werte für $\vec{\xi}$) führt eine kleine Veränderung in Richtung des steilsten Abstieges in der Regel zu einem tiefer gelegenen Punkt (geringerem Loss). Es kann gezeigt werden,[18] dass die Richtung des steilsten Abstieges durch den negativen Gradienten des Loss-Gebirges $(- \bigtriangledown \vec{L})$ wiedergegeben wird.

Eine hinreichend kleine Bewegung in Richtung des negativen Gradienten wird folglich den Loss L senken. Eine Bewegung in diese Richtung wird genau dann erreicht, wenn die Elemente von $\vec{\xi}$ proportional zu den Elementen des negativen Gradienten verändert werden. Somit kann in einem Iterationsschritt m der Loss verkleinert werden, indem der Vektor $\vec{\xi}^m$ wie folgt zum Vektor $\vec{\xi}^{m+1}$ aktualisiert wird:

[17] Annahmegemäß sei dieser Punkt kein Extrempunkt.

[18] Vgl. Press W. H. et al. (1989), S. 339 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

$$\vec{\xi}^{m+1} = \vec{\xi}^{m} - \eta \bigtriangledown \vec{L}^{m}, \tag{17}$$

Voraussetzung ist allerdings, dass die Schrittweite der Anpassung hinreichend klein ist. Sie wird durch den Skalar η – die sogenannte Lernrate – reguliert.

Das verwendete Verfahren zur Optimierung des Vektors $\vec{\xi}$ entspricht soweit dem so genannten Back-Propagation-Algorithmus. Dieses Verfahren ist eine „... der am weitesten verbreiteten Lernmethode für neuronale Netze."[19] Bei den meisten Anwendungen des Back-Propagation-Algorithmus wird allerdings davon ausgegangen, dass die Datensätze, die zur Optimierung der Netzparameter benötigt werden (die so genannten Trainingsdaten), als exogene Daten zur Verfügung stehen. Dies ist hier nicht der Fall. Hier müssen die Trainingsdaten – Y_i, r_i – aus dem Modell heraus generiert werden. Dazu werden die Parameter des Modells wie folgt gesetzt:

$$\alpha_0 = \exp(1.2),\ \alpha_1 = -2,\ \beta_0 = \exp(-0.1),\ \beta_1 = 0.7,\ \beta_2 = -2,\ Y_z = \exp(1) \tag{34}$$

Außerdem werden Werte für die Störungen im realen und finanziellen Bereich generiert: Es werden 100 Störgrößenpaare (u_i, v_i) mit einem Erwartungswert von null und einer Varianz von 0.03 bzw. 0.05 generiert und für die spätere Verwendung in einer Datei abgelegt.[20] Da die beiden Reihen unabhängig voneinander erzeugt wurden, kann von einer Kovarianz von null ausgegangen werden.[21]

Um dann für diese Modellwelt das optimale Geldangebot (die optimalen Werte für die Elemente des Vektors $\vec{\xi}$) zu generieren, wurde ein in Delphi-Pascal geschriebenes Programm verwendet, bei dem wie folgt vorgegangen wird:

Schritt 1:

Um für die erste Iteration überhaupt ein Geldangebot generieren zu können, werden die Parameter ζ_j (mit $j = 2, 3, 5, 6, 8, 9$) mit Zufallsgrößen,[22] die Parameter ζ_4, ζ_7 und ζ_{10} mit null und ζ_1 mit $\exp(0.4) = 1.49$ belegt.

---

[19] Rojas R. (1996), S 149.

[20] 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 war zuvor mit *SeedRandom[348]* initialisiert, um den Prozess reproduzierbar zu machen.

[21] Die tatsächlichen 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 $\sigma_{uv} = -0.006$.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Dies hat zur Folge, dass unabhängig vom Zins r_i immer ein Geldangebot von 1.49 generiert wird (vgl. Abbildung 1). Die Geldangebotsfunktion entspricht somit einer allein an der Geldmenge orientierten Politik.[23]

Schritt 2:

Sind die Modell-Parameter aus (34) sowie die Parameter ζ_j der Geldangebotsfunktion gegeben, so sind auch die endogenen Variablen gemäß (30) für das Gütermarkt- und Finanzierungsgleichgewicht determiniert. Da Gleichung (30) nicht allgemein lösbar ist, werden die zu den Störgrößen U_i und V_i gehörigen Werte für Y_i $(i = 1, 2, \ldots, 100)$ mit Hilfe eines numerischen Verfahrens in einem Unterprogramm ermittelt.[24] Die zu den Einkommenswerten gehörigen Zinswerte werden anschließend auf Grundlage von Gleichung (22) errechnet.

Schritt 3:

Auf Basis der in Schritt 2 ermittelten Werte kann gemäß Gleichung (31) und (28) der zur Iteration m gehörige Gradient ∇L^m errechnet werden, der zur Aktualisierung des Vektors $\vec{\zeta}$ für die $m+1$. Iteration gemäß Gleichung (33) benötigt wird. Als Wert für die Lernrate η wird 1.9 verwendet. Der Wert wurde zuvor heuristisch ermittelt. Dabei war zu berücksichtigen, dass eine zu kleine Lernrate den Lernprozess erheblich verlangsamt hätte, während eine zu große Lernrate zu einem instabilen Lernprozess führen kann.

Auf Basis des aktualisierten Vektors $\vec{\zeta}$ kann dann mit Schritt 2 eine neue Iteration begonnen werden.

Da sich bei jeder Iteration der Parametervektor $\vec{\zeta}$ des neuronalen Netzes ändert, ist auch die Geldangebotsfunktion nach jeder Iteration eine andere. Und obwohl die Störterme U_i/V_i unverändert sind, resultieren durch das

---

[22] Die Belegung des Startvektors mit Zufallszahlen ist ein gängiges Verfahren (vgl. Rojas, R. (1996), S. 161.). Hier wurde die mit *SeedRandom[348]* initialisierte Zufallsfunktion *Random[Real, –3,3]* in Mathematica 3.0 verwendet, um die Zufallszahlen zu generieren.

[23] Im Falle einer allein an der Geldmenge ausgerichteten Politik, entspricht $M = \exp(0.4) = 1.49$ dem optimalen Geldmengenziel (vgl. Poole, W. (1970), S. 203 f.).

[24] Als numerisches Verfahren wurde die *Bisection Methode* programmiert. Diese Methode ist zwar nicht so effizient, wie z.B die *Newton-Rapson Methode*. Sie ist aber zuverlässiger (vgl. Press et al. W. H. (1989), S. 27 ff. und S. 286 ff.). Bei der numerischen Bestimmung der Y_i war zu beachten, dass keine unsinnigen Einkommens- oder Zinswerte generiert werden. Im vorliegenden Fall bricht das Programm ab, wenn im Intervall [0.001,10] kein Gleichgewichtseinkommen ermittelbar gewesen wäre.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

veränderte Geldangebot andere Gleichgewichtswerte für r_i und Y_i und damit ein veränderter Loss.

3. Ergebnis des Iterationsprozesses

In Abbildung 2 ist der Simulationsverlauf grafisch dargestellt. Vor der ersten Iteration sind wie oben erläutert, die Parameter des neuronalen Netzes so gesetzt, dass die Geldangebotsfunktionsfunktion eine *reine* Geldmengenpolitik wiedergibt. Unabhängig vom Zins beträgt das Geldangebot immer 1.49 (vgl. Abbildung 2 oben links). Der resultierende Loss beträgt 0.033705. Nach 2000 Iterationen sinkt der Loss, weil die Parameter des neuronalen Netzes Werte angenommen haben, die zu einer zinselastischen – wenn auch noch nicht optimalen – Geldangebotsfunktion führen (vgl. Abbildung 2 oben rechts). Nach insgesamt 25 000 Iterationen wurde der Iterationsprozess beendet (vgl. Abbildung 2 unten rechts). Der Loss beträgt dann 0.33350.[25]

Da hier ein loglinearer Modellansatz simuliert wurde, kann die Frage, ob die durch das neuronale Netz generierte Geldangebotsfunktion als optimal bezeichnet werden kann, verifiziert werden. Dazu wurden die Varianzen der Störgrößen und die Parameter gemäß (34) in die im Abschnitt 3 ermittelten Optimalbedingungen für das originäre Poole-Modell eingesetzt (vgl. Gleichung (21) und (20)). Die daraus resultierende (log)lineare Geldangebotsfunktion ist in den Diagrammen in Abbildung 2 ebenfalls dargestellt. Dadurch wird deutlich, wie die neuronale Geldangebotsfunktion sukzessive die optimale Geldangebotsfunktion des originären Poole-Modells approximiert. Dass es hier zu keiner perfekten Approximation kommt, liegt darin begründet, dass im Poole-Modell unterstellt ist, die Erwartungswerte der Störgrößen seien null, während hier die Mittelwerte der generierten Störgrößen geringfügig von null abweichen.[26]

Die Ergebnisse können auch auf eine weite Klasse anderer nichtlinearer Systeme übertragen werden. Denn weder die Berechnung des Gradienten (vgl. die Gleichungen (28) und (31)), noch die Ermittlung der Gleichgewichtswerte auf Basis von Gleichung (30) (vgl. oben Schritt 2) erfordern Loglinearität.

---

[25] Die dafür benötigte Rechenzeit beträgt auf einem Pentium MMX Prozessor (166 MHz) 19:04 Minuten.

[26] Vgl. für die Mittelwerte Fußnote 21. Tatächlich ist der Loss aus der neuronalen Geldangebotsfunktion bezogen auf die Trainingswerte mit 0.33350 auch geringer als der aus der *optimalen* Pooleschen Geldangebotsfunktion resultierende (0.33442).

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

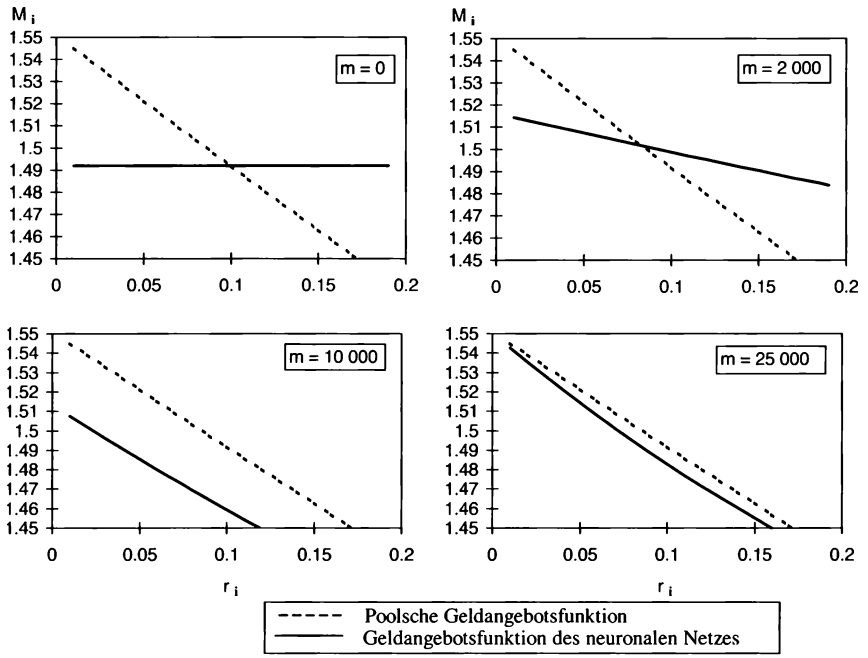


Abbildung 2: Geldangebotsfunktion des neuronalen Netzes im Verlauf der Iterationen

Es muss allerdings angemerkt werden, dass hier implizit unterstellt wurde, dass die Gleichgewichtsbedingung für den Gütermarkt nach dem Zins aufgelöst werden kann, denn die Funktion $\mathcal{F}^{ISInv}(Y_i, u_i)$ wurde in die Gleichgewichtsbedingung (30) für den Zins r_i eingesetzt. Es ist jedoch durch kleinere Modifikationen möglich, auch diese Restriktion aufzulösen. So könnte z.B. zur Ermittlung der Gleichgewichtswerte gemäß Schritt 2 des Lernprozesses die Newton-Raphson-Methode für nichtlineare Gleichungssysteme[27] eingesetzt werden, wenn die Gleichgewichtsbedingung aus mehreren Gleichungen besteht. Auch die Bestimmung der benötigten partiellen Ableitungen gemäß Gleichung (31) ist auf Basis des Theorems über implizite Funktionen möglich, wenn anstelle einer impliziten Gleichung wie hier mehrere Gleichungen zu berücksichtigen sind.

[27] Vgl. Press, W. H. et al. (1989), S. 305 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

D. Fazit

Es konnte gezeigt werden, dass die Aussagen und Schlussfolgerungen des Modells von William Poole eine größere Allgemeingültigkeit besitzen, als zunächst anzunehmen war. Wie die ökonomisch eng definierte Umgebung eines ISLM-Modells aufgebrochen werden kann, wurde im Abschnitt B. gezeigt. Wie die linearen Restriktionen aufgehoben werden können, zeigt Abschnitt C. Es bleibt zu hoffen, dass zukünftig dem scheinbar restriktiven Pooleschen Ansatz nach ökonomischer und methodischer Erweiterung auch in der statistischen Praxis größere Bedeutung zugemessen wird.

Literatur

Alkon, D. A. (1989), Gedächtnisspuren in Nervensystemen und künstliche neuronale Netze; in: Spektrum der Wissenschaft, S. 66–78.

Brause, R., (1991), Neuronale Netze, 2. überarbeitete und erweiterte Auflage, Stuttgart.

Chadha, J. S./*Schellekens,* Ph. (1999), Monetary Policy Loss Functions: Two Cheers for the Quadratic, Bank of England, Working Paper Series No 101.

Chiang, A. C. (1984), Fundamental Methods of Mathematical Economics, 3. Aufl., Auckland et al.

Hornik, K./*Stinchcombe,* M./*White,* H. (1989), Multilayer Feedforward Networks are Universal Approximators; in: Neural Networks, S. 359–366.

LeRoy, St./*Lindsey,* D. E. (1978), Determining the Monetary Instrument: A Diagrammatic Exposition, In: The American Economic Review, S. 929–934.

Poole, W. (1970), Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastisc Macro Model, In: Quarterly Journal of Economics, S. 197–216.

Press, W. H. et al. (1989), Numerical Recipes in Pascal, Cambridge, New York, Melbourne.

Rojas, R. (1996), Theorie der neuronalen Netze, Berlin et al.

Söderström, U. (2000), Monetary Policy with Uncertain Parameters, in: European Central Bank, Working Paper Series No. 13.

Theil, H. (1966), Economic Forecasts and Policy, Amsterdam.

Tinbergen, J. (1954), Centralisation and Decentralisation in Economic Policy, Amsterdam.

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH

Autorenverzeichnis

Prof. Dr. *Manfred Borchert,* Universität Münster, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Centrum für Angewandte Wirtschaftsforschung Münster, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. für Geld und Währung

Dr. *Karen Cabos,* Deutsche Bundesbank, Hauptverwaltung Hamburg

Dietrich Domanski, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel

Prof. em. Dr. *Friedrich Geigant,* Universität Hannover

Prof. Dr. *Horst Gischer,* Universität Magdeburg, Fakultät für Wirtschaftswissenschaft, Professur Volkswirtschaftslehre, insbes. Geld und Kredit

Dr. *Claus Greiber,* Deutsche Bundesbank, Frankfurt am Main

Prof. Dr. *Ingrid Größl,* Hamburger Universität für Wirtschaft und Politik, Fachgebiet Volkswirtschaftslehre

Prof. Dr. *Bernhard Herz,* Universität Bayreuth, Rechts- und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Wirtschaftspolitik

Prof. em. Dr. *Heiko Körner,* Technische Universität Darmstadt

Prof. Dr. *Hans-Jürgen Krupp,* Präsident der Landeszentralbank für Hamburg, Schleswig-Holstein und Mecklenburg-Vorpommern a.D.

Prof. Dr. *Carsten Lange,* Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Lehrstuhl für Geld und Internationale Finanzwirtschaft (beurlaubt), z.Z. California State Polytechnic University, Pomona, Department of Economics

Susanne Maidorn, Frauenhofer-Institut für Angewandte Informationstechnik FIT, Sankt Augustin

Prof. Dr. *Lukas Menkhoff,* Universität Hannover, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Lehrstuhl für Geld und Internationale Finanzwirtschaft

Prof. Dr. *Hermann Remsperger,* Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main

Dr. *Martin Selmayr,* Direktor Regierungsbeziehungen und Rechtsberater der Bertelsmann AG in Brüssel, Direktor des Centrums für Europarecht an der Universität Passau

Prof. Dr. *Peter Stahlecker,* Universität Hamburg, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Institut für Statistik und Ökonometrie

DOI https://doi.org/10.3790/978-3-428-50429-9
Generated for Hochschule für angewandtes Management GmbH at 88.198.162.162 on 2025-07-27 02:08:55
FOR PRIVATE USE ONLY | AUSSCHLIESSLICH ZUM PRIVATEN GEBRAUCH