

Veröffentlichungen des
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung

Band 33

Internationalisierung der Geldpolitik

Eine Analyse internationaler Einflüsse
auf die nationale Geldpolitik

Von

Armin Rohde



Duncker & Humblot · Berlin

ARMIN ROHDE

Internationalisierung der Geldpolitik

**Veröffentlichungen des
Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung**

Band 33

Internationalisierung der Geldpolitik

**Eine Analyse internationaler Einflüsse
auf die nationale Geldpolitik**

Von

Armin Rohde



Duncker & Humblot · Berlin

Als Habilitationsschrift auf Empfehlung des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der Universität Hannover gedruckt mit Unterstützung der Deutschen Forschungsgemeinschaft.

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Rohde, Armin:

Internationalisierung der Geldpolitik : eine Analyse
internationaler Einflüsse auf die nationale Geldpolitik / von
Armin Rohde. – Berlin : Duncker und Humblot, 1996
(Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung ;
Bd. 33)
Zugl.: Hannover, Univ., Habil.-Schr., 1993
ISBN 3-428-08523-X
NE: Institut für Empirische Wirtschaftsforschung (Berlin):
Veröffentlichungen des Instituts . . .

Alle Rechte vorbehalten

© 1996 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fremddatenübernahme: Klaus-Dieter Voigt, Berlin
Druck: Druckerei Gerike GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 0720-7239
ISBN 3-428-08523-X

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☺

*Für Claudia,
Michelle und Monique*

Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung	13
B. Internationale Eingebundenheit der nationalen Geldpolitik	15
<i>I. Zur Abschottungswirkung flexibler Wechselkurse</i>	16
1. Die traditionelle Sicht	16
2. Einwände gegen die Abschottungswirkung	21
<i>II. Ursachen realer Wechselkursbewegungen</i>	25
1. Theoretische Erklärungen	25
2. Die Rolle von Wechselkursänderungserwartungen	33
a) Fundamentalfaktoren und Erwartungen	33
b) Zur Verselbständigung der Wechselkursänderungserwartungen ..	41
<i>III. Das Wechselkursproblem</i>	51
1. Realwirtschaftliche Konsequenzen realer Wechselkursbewegungen ..	51
2. Monetäre Konsequenzen von Wechselkursänderungserwartungen ..	62
a) Einflüsse von Wechselkursänderungserwartungen auf nationale monetäre Mengenaggregate	62
b) Einflüsse von Wechselkursänderungserwartungen auf die nationale Zins- und Zinsstrukturrentwicklung	78
3. Wechselkursproblem und Implikationen für die nationale Geldpolitik	104
<i>IV. Das Leistungsbilanzproblem</i>	111
1. Grundsätzliche Betrachtungen zum Leistungsbilanzproblem	112
2. Finanzierung von Leistungsbilanzsalden und Implikationen für die nationale Geldpolitik	119
<i>V. Das Verschuldungsproblem der Entwicklungsländer</i>	129
1. Zur Relevanz des Verschuldungsproblems	129
2. Implikationen für die nationale Geldpolitik	136
C. Grundlagen für eine Geldpolitik bei internationaler Eingebundenheit ..	142
<i>I. Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik</i>	142
1. Probleme einer strikt binnенorientierten Strategie	142

2. Zur theoretischen und empirischen Fundierung einer internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik	151
a) Grundlagen der theoretischen Analyse von Koordinationsvorteilen	151
b) Empirische Untersuchungen	158
II. Ansatzpunkte einer internationalen Koordination der Geldpolitik	165
1. Koordination beim Wechselkursproblem	165
2. Koordination beim Leistungsbilanzproblem und beim Verschuldungsproblem	171
III. Grundvoraussetzungen für einen wirksamen geldpolitischen Instrumenteneinsatz	175
1. Sicherstellung eines hinreichenden Zentralbankgeldbedarfs	176
2. Flexibilität bei der Zentralbankgeldbereitstellung	179
D. Zusammenfassung	185
Literaturverzeichnis	189
Sachwortverzeichnis	207

Verzeichnis der Übersichten und Tabellen

Übersicht 1: Entwicklung des D-Mark/US-Dollar-Kurses 1973 bis 1992	48
Übersicht 2: Währungszusammensetzung der Verschuldung Ende 1991 (in Prozent)	138
Tabelle 1: Inflationsraten, Zinssätze, Differenz der Inflationsraten und Zinsdifferenzen, Leistungsbilanzsaldo, Wachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts, BRD und USA 1980 - 1991	50
Tabelle 2: Veränderung der Sicht- und Termineinlagen von Unternehmen und Privaten in der Bundesrepublik Deutschland in Abwertungs- und Aufwertungsphasen der D-Mark 1980 - 1992	66
Tabelle 3: Veränderung der Kredite von Kreditinstituten an Unternehmen und Privatpersonen in der Bundesrepublik Deutschland in Abwertungs- und Aufwertungsphasen der D-Mark 1980 - 1992	69
Tabelle 4: Veränderung der Sicht- und Termineinlagen von Unternehmen und Privaten zuzüglich Euromarkteinlagen und kurzfristige Inhaberschuldverschreibungen inländischer Nichtbanken in der Bundesrepublik Deutschland in Abwertungs- und Aufwertungsphasen der D-Mark 1987 - 1992	71
Tabelle 5: Veränderung der Sicht- und Termineinlagen von Unternehmen und Privaten zuzüglich Bargeldumlauf bei Nichtbanken in der Bundesrepublik Deutschland in Abwertungs- und Aufwertungsphasen der D-Mark 1980 - 1992	74
Tabelle 6: Veränderung der Geldmenge M 2 in der Bundesrepublik Deutschland in Abwertungs- und Aufwertungsphasen der D-Mark 1980 - 1992	76
Tabelle 7: Veränderung der Geldmenge M 3 in der Bundesrepublik Deutschland in Abwertungs- und Aufwertungsphasen der D-Mark 1980 - 1992	77
Tabelle 8: Abstand zwischen Sollzinsen und Diskontsatz in der Bundesrepublik Deutschland 1975 - 1992 (in Prozentpunkten)	87
Tabelle 9: Wechselkursentwicklung und Anteil des Auslandes am Erwerb festverzinslicher Wertpapiere in der Bundesrepublik Deutschland 1980 - 1992	91

Tabelle 10: Anteil des Auslandes am Erwerb festverzinslicher Wertpapiere in der Bundesrepublik Deutschland 1985 - 1991	93
Tabelle 11: Zinsentwicklung in verschiedenen Zeiträumen und Anteil des Auslandes am Erwerb festverzinslicher Wertpapiere in der Bundesrepublik Deutschland	96
Tabelle 12: Zinsentwicklung in verschiedenen Zeiträumen zwischen 1985 und 1992 in den USA	97
Tabelle 13: Leistungsbilanzsalden der sieben größten westlichen Industrieländer	113
Tabelle 14: Verschuldungslage der Entwicklungsländer 1980 - 1992	134
Tabelle 15: Anteile der Kredite mit flexiblen Zinsraten an der Gesamtverschuldung der Entwicklungsländer zwischen 1973 und 1985	137

Verzeichnis der Abbildungen

Abbildung 1: Tagesgeld- und Dreimonatsgeldsätze 1982 - 1993	82
Abbildung 2: Geldmarktsätze und Habenzinsen 1982 - 1993	83
Abbildung 3: Zinsmarge 1982 - 1993	84
Abbildung 4: Diskontsatz und Kreditzinsen 1982 - 1993	85
Abbildung 5: Tagesgeld- und Kapitalmarktzins 1985 - 1992	94
Abbildung 6: Zinsgefälle Geldmarkt – Rentenmarkt 1985 - 1992	100
Abbildung 7: Zinsgefälle Geldmarkt – Rentenmarkt II 1985 - 1992	101
Abbildung 8: Geldmarktzins und Zins für Kurzläufer 1982 - 1993	102
Abbildung 9: Zinsgefälle am Rentenmarkt 1985 - 1992	103
Abbildung 10: Renditenstruktur am Rentenmarkt 1985 - 1992	104
Abbildung 11: Nichtkooperative Lösung: Cournot-Nash-Gleichgewicht	153
Abbildung 12: Nichtkooperative und kooperative Lösungen	156

A. Einleitung

Die weltwirtschaftliche Entwicklung in den letzten drei Jahrzehnten wurde maßgeblich geprägt durch eine starke Zunahme der internationalen Arbeitsteilung. Neben einem kontinuierlichen Abbau einer Vielzahl von Handelsbeschränkungen hat dies seinen Ausdruck in einer seit Anfang der sechziger Jahre allgemein zu beobachtenden hohen Intensivierung der grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsströme gefunden. Dies war nicht möglich, ohne eine entsprechende parallele Entwicklung des internationalen Kapitalverkehrs. Spätestens seit Anfang der achtziger Jahre ist der internationale Kapitalverkehr, im Zuge umfangreicher Deregulierungs- und Liberalisierungsmaßnahmen sowie innovativer Entwicklungen im Informations- und Transformationsbereich, allerdings mehr und mehr aus seiner handelsbegleitenden Rolle herausgewachsen. Die immer stärkere Lösung des internationalen Kapitalverkehrs von den Waren- und Dienstleistungsströmen zeigt sich auch darin, daß heute der tägliche weltweite Devisenhandel ein Vielfaches (nach Berechnungen der BIZ aus dem Jahre 1989 etwa das Vierzigfache) des Volumens der reinen handelsbezogenen Transaktionen ausmacht.

Eine solche Verselbständigung des internationalen Kapitalverkehrs von den realwirtschaftlichen Gegebenheiten hat erhebliche Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik und damit auch für die Geldpolitik in den einzelnen Volkswirtschaften. Denn über den Einfluß der u.a. stark von Erwartungen geprägten internationalen Kapitalbewegungen auf Wechselkurse und Zinsen und deren Rückwirkungen auf die realwirtschaftliche Entwicklung werden nationale Volkswirtschaften in immer stärkerem Maße von internationalen Einflüssen abhängig. Dadurch schwinden, und zwar unabhängig von der Art des Wechselkursregimes, die Möglichkeiten nationaler Volkswirtschaften, eine autonome, d.h. eine losgelöst vom internationalen Geschehen durchzuführende Wirtschafts- bzw. Geldpolitik zu betreiben.

Die daraus zu ziehende Erkenntnis, daß nicht Wechselkurstechniken, also flexible oder feste Wechselkurse, über den wirtschaftspolitischen Spielraum von Volkswirtschaften entscheiden, sondern allein der Grad an Freizügigkeit im internationalen Wirtschaftsverkehr, hat bislang allerdings noch keine breite Unterstützung gefunden. Vielmehr dominiert nach wie vor die Auffassung, daß einer zunehmenden Internationalisierung des Wirtschaftsgeschehens am wirksamsten nach dem Motto „Jeder halte sein eigenes

Haus in Ordnung“ Rechnung getragen werden kann. Eine solche Sichtweise verkennt jedoch, daß ein einzelnes Land aufgrund der bestehenden Interdependenzen heute gar nicht mehr hinreichend in der Lage ist, wirtschaftliche Fehlentwicklungen im Inland ohne eine abgestimmte Unterstützung von außen zu bekämpfen. Insofern muß einer internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik heutzutage ein hoher Stellenwert zugemessen werden.

Von dieser Sichtweise ist auch die vorliegende Arbeit geprägt. So wird zunächst ausführlich gezeigt, daß die nationale Geldpolitik in vielfältiger Weise in das internationale Geschehen eingebunden ist. Danach werden vor dem Hintergrund theoretischer und empirischer Untersuchungen Ansatzpunkte und Voraussetzungen für eine internationale Koordination der Geldpolitik dargestellt.

B. Internationale Eingebundenheit der nationalen Geldpolitik

Zunehmende Freizügigkeit des internationalen Waren-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehrs schränkt die Autonomie der nationalen Wirtschaftspolitik und damit auch der nationalen Geldpolitik ein. Daraus resultiert ein Zwang zur internationalen Abstimmung bzw. Koordinierung der Wirtschaftspolitik der einzelnen Volkswirtschaften, sofern ein bloßes Akzeptieren der internationalen Einflüsse auf das nationale Wirtschaftsgeschehen nicht in Betracht kommt, weil es z.B. die Erreichung der eigenen wirtschaftspolitischen Ziele gefährdet. In einem System fester Wechselkurse ist eine damit implizierte internationale Eingebundenheit der nationalen Geldpolitik nie striktig gewesen. Ein System flexibler Wechselkurse wurde dagegen vielfach als Garant für eine nationale Autonomie in der Wirtschafts- bzw. in der Geldpolitik gesehen. In den folgenden Abschnitten wird gezeigt, daß sich die von den Vertretern dieser Auffassung vielfach erhofften und unterstellten Abschottungswirkungen flexibler Wechselkurse von internationalen Einflüssen vor dem Hintergrund der sehr ausgeprägten realen Wechselkursbewegungen, wie sie nach dem Übergang im Jahre 1973 zu einem System weitgehend flexibler Wechselkurse zu verzeichnen waren, nicht eingestellt haben. Die zunehmende Internationalisierung des Wirtschaftsverkehrs konfrontiert die nationale Geldpolitik nämlich mit den Konsequenzen eines sog. Wechselkursproblems. So können z.B. binnengewirtschaftlich orientierte wirtschaftspolitische Maßnahmen zu Wechselkursänderungen oder ggf. auch zu Wechselkursänderungserwartungen führen, die sich zudem auch gegenseitig bedingen bzw. gegebenenfalls sogar verstärken oder aufschaukeln können.

Als Konsequenz ergeben sich u.U. von den binnengewirtschaftlichen Intentionen losgelöste, eigenständige bzw. internationale Einflüsse auf nationale monetäre Aggregate, wie z.B. auf die Geldmengenentwicklung und die Zins- sowie Zinsstrukturrentwicklung. Die nationale Geldpolitik muß solche internationalen Aspekte in ihr Entscheidungskalkül einbeziehen, wenn sie vorhandene gewirtschaftliche Fehlentwicklungen wirksamer bekämpfen möchte.

Die internationale Eingebundenheit der nationalen Geldpolitik resultiert aber auch aus einem Leistungsbilanzproblem. Das Faktum hoher Salden im internationalen Waren- und Dienstleistungsverkehr spielt allein deshalb eine