

Schriften des Vereins für Socialpolitik

Band 235

Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Währungspolitik

Von

Volker Clausen, Wim F. Duisenberg, Ingrid Gröbl-Gschwendtner,
Otmar Issing, Karl-Heinz Ketterer, Stefan Kuhnert,
Peter Stahlecker, Jürgen Stark, Karl-Heinz Tödter,
Uwe Westphal, Manfred Willms

Herausgegeben von

Dieter Duwendag



Duncker & Humblot · Berlin

Schriften des Vereins für Socialpolitik
Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften
Neue Folge Band 235

SCHRIFTEN DES VEREINS FÜR SOCIALPOLITIK

Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften

Neue Folge Band 235

**Neuere Entwicklungen in der
Geldtheorie und Währungspolitik**



Duncker & Humblot · Berlin

Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Währungspolitik

Von

Volker Clausen, Wim F. Duisenberg, Ingrid Gröbl-Gschwendtner,
Otmar Issing, Karl-Heinz Ketterer, Stefan Kuhnert,
Peter Stahlecker, Jürgen Stark, Karl-Heinz Tödter,
Uwe Westphal, Manfred Willms

Herausgegeben von

Dieter Duwendag



Duncker & Humblot · Berlin

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Währungspolitik /

von Volker Clausen . . . Hrsg. von Dieter Duwendag. – Berlin :

Duncker und Humblot, 1995

(Schriften des Vereins für Socialpolitik, Gesellschaft für Wirtschafts-
und Sozialwissenschaften ; N. F., Bd. 235)

ISBN 3-428-08166-8

NE: Clausen, Volker; Duwendag, Dieter [Hrsg.]; Gesellschaft für

Wirtschafts- und Sozialwissenschaften: Schriften des Vereins . . .

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

© 1995 Duncker & Humblot GmbH, Berlin

Fremddatenübernahme und Druck:

Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin

Printed in Germany

ISSN 0505-2777

ISBN 3-428-08166-8

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
gemäß der ANSI-Norm für Bibliotheken

Vorwort

Auf seiner 25. Sitzung am 25. und 26. Februar 1994 befaßte sich der Ausschuß für Geldtheorie und Geldpolitik mit seinem Kernthema, der monetären Ökonomie. Es galt, neuere Entwicklungen in der Geldtheorie aufzuarbeiten und sie mit „alten“ Ansätzen zu konfrontieren. Mit insgesamt vier Beiträgen bildet dieser Fragenkreis den Schwerpunkt des vorliegenden Bandes. Sie konzentrieren sich, quasi lehrbuchmäßig, auf die vier Eckpfeiler der Geldtheorie: die Geldnachfrage, das Geldangebot, die Transmission monetärer Impulse und die geldpolitischen Wirkungen, hier insbesondere auf das Preisniveau. Daneben beschäftigen sich zwei weitere Beiträge mit hochaktuellen Entwicklungen der europäischen Währungspolitik. Die Ausschußsitzung fand wiederum in der (nicht nur, aber ganz besonders) für monetäre Ökonomen höchst inspirierenden Atmosphäre der Deutschen Bundesbank statt, der an dieser Stelle für die freundliche Aufnahme und Unterstützung herzlich gedankt sei.

Ausgangspunkte für den von *Manfred Willms* und *Volker Clausen* analysierten Bufferstock-Ansatz sind die zahlreichen Unplausibilitäten, die die herkömmlichen (isolierten) Geldnachfrage-Schätzungen hinterlassen haben. Gegenüber diesen Standardmodellen ist der Bufferstock-Ansatz im Kern mikroökonomisch fundiert, wobei die Tauschmittelfunktion des Geldes und die Haltung von Vorratskassen („Pufferfunktion“) besonders betont werden. Gezeigt wird, daß mit diesem Ansatz die Interaktion zwischen Geldnachfrage und Geldangebot und die daraus resultierenden dynamischen Anpassungsprozesse theoretisch durchleuchtet werden können. Als Ergebnis der ebenfalls durchgeführten empirischen Tests für Deutschland (1960-89) weisen die Verfasser nach, daß die Geldmenge (M1) im statistischen Sinne eine endogene Variable des ökonomischen Prozesses ist. Dieses Ergebnis wird jedoch als kompatibel mit der zentralen Annahme des Bufferstock-Ansatzes, nämlich der Kontrolllexogenität der Geldmenge, angesehen.

In einer mikroökonomischen Analyse gehen *Ingrid Größl-Gschwendtner*, *Karl-Heinz Ketterer* und *Peter Stahlecker* dem Verhalten der Kreditinstitute im Geldangebotsprozeß auf den Grund. Dieses Verhalten zu kennen, ist eine wesentliche Voraussetzung für die erfolgreiche Steuerung eines Geldmengenziels. In einer Weiterentwicklung traditioneller Ansätze wird das Verhalten der Banken explizit unter dem Einfluß veränderter Parameter der Zentralbank, speziell der Höhe der Refinanzierungskosten, untersucht. Im Mittelpunkt steht das Kreditangebotsverhalten der Banken und ihre Nachfrage nach rediskont- und lombardfähigen Akti-

va. Als hauptsächliche Determinanten werden die jeweilige Marktform und das Risikoverhalten der Banken angesehen, die beide unter verschiedenen Annahmen analysiert werden.

„Black-box-Ansatz“ versus „Strukturmodell“ zur Erklärung des Zusammenhangs zwischen Geldpolitik und Preisniveau: *Uwe Westphal* und *Stefan Kuhnert* greifen diese kontroverse Frage in ihrem Beitrag erneut auf und führen sie im Rahmen eines ökonometrischen Strukturmodells fort. Als hauptsächliche Transmissionskanäle der Geldpolitik werden der Preis-Lohn-Mechanismus und die Determinanten der Geldmenge M3 (portfoliotheoretisch) modelliert, empirisch geschätzt (OLS; 1970-93) und anhand von Simulationsexperimenten demonstriert. Die Verfasser können mit einer Reihe interessanter Ergebnisse aufwarten: So gelangen sie z. B. für die M3-Nachfragefunktion zu einer validen Stabilität und hinsichtlich des Zusammenhangs zwischen Geldmengenwachstum und Inflation — eher etwas überraschend angesichts des verwendeten Strukturmodells — zu einer Bestätigung der „praktischen Weisheit“ der Quantitätstheorie (*Issing*).

Bemerkenswerte Parallelen zu den Ergebnissen des vorgenannten Beitrags weisen die Resultate der Untersuchung von *Otmar Issing* und *Karl-Heinz Tödter* auf. Mittels empirischer Tests für den (gleichen) Zeitraum (1970-93) weisen sie nach, daß ein stabiler langfristiger Zusammenhang besteht sowohl zwischen der Geldmenge M3 und deren Bestimmungsfaktoren (Stabilität der Geldnachfragefunktion) als auch zwischen den Veränderungen des Preisniveaus und der Geldmenge. Bemerkenswert daran ist vor allem zweierlei: Zum einen, daß trotz unterschiedlicher theoretischer Ansätze — *Issing / Tödter* verwenden das quantitätstheoretische Konzept der Gleichgewichtspreise (*Westphal / Kuhnert*: Strukturmodell) — ein weitgehender Gleichklang in den Ergebnissen erzielt wurde, zum anderen, daß die Stabilität der genannten Beziehungen durch die deutsche Vereinigung (bislang) nicht beeinträchtigt worden ist. Darauf aufbauend plädieren die Verfasser für die Beibehaltung der potentialorientierten Geldmengenstrategie der Bundesbank zur Kontrolle der längerfristigen Preisentwicklung.

Der Vertrag von Maastricht und seine Implikationen für die weitere wirtschafts- und währungspolitische Zusammenarbeit in der EU sind Gegenstand der Beiträge von *Wim F. Duisenberg*, Präsident der Niederländischen Zentralbank, und *Jürgen Stark*, Ministerialdirektor im BMF. Beide würdigen die aktuellen Ereignisse, so vor allem die EWS-Turbulenzen von 1992/93, den Eintritt in die zweite Stufe der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) ab Anfang 1994 und — der Beitrag von *Stark* — die Konsequenzen aus dem Urteil des BVerfG vom 12. 10. 1993 für die weitere monetäre Integration. Gewarnt wird vor den Gefahren übermäßiger nationaler Budgetdefizite und einer Aufweichung der Eintrittskriterien für die dritte Stufe der WWU, betont wird die Notwendigkeit einer verstärkten Konvergenz und strikten Handhabung der Koordinations- und Überwachungsmechanismen auf EU-Ebene. Als verhalten optimistisch für das Gelingen der WWU,

die von einem „tiefen politischen Willen“ (*Stark*) getragen ist, läßt sich das Fazit dieser Beiträge kennzeichnen — und als Position „wider die Kritiker von Maas-tricht“.

Speyer, im Juni 1994

Dieter Duwendag

Inhalt

Der Bufferstock-Ansatz der Geldnachfrage	
Von <i>Manfred Willms</i> und <i>Volker Clausen</i> , Kiel	11
Die Rolle des Bankverhaltens bei der Bestimmung des Angebotes an M3	
Von <i>Ingrid Größl-Gschwendtner</i> , Hamburg, <i>Karl-Heinz Ketterer</i> , Karlsruhe, mit einem Anhang von <i>Peter Stahlecker</i> , Hamburg	45
Geldpolitik und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland: eine disaggre- gierte Analyse	
Von <i>Uwe Westphal</i> und <i>Stefan Kuhnert</i> , Hamburg	71
Geldmenge und Preise im vereinigten Deutschland	
Von <i>Otmar Issing</i> und <i>Karl-Heinz Tödter</i> , Frankfurt/Main	97
Stage Two of Economic and Monetary Union	
By <i>Wim F. Duisenberg</i> , Amsterdam	125
Perspektiven der Währungsintegration in Europa	
Von <i>Jürgen Stark</i> , Bonn	131

Der Bufferstock-Ansatz der Geldnachfrage*

Von *Manfred Willms* und *Volker Clausen*, Kiel

1. Einführung

Die Argumente und die Stabilität der Geldnachfragefunktion sind für die Geldpolitik von großer Bedeutung. Kenntnisse über die Determinanten der Geldnachfrage sind eine notwendige, wenn auch keine hinreichende Bedingung für die Beurteilung der Wirkung der Geldangebotspolitik auf Realeinkommen, Preisniveau, Zins und Wechselkurs. Daneben sind Kenntnisse insbesondere über den Grad der Lohn- und Preisrigidität erforderlich. Sind Lohn- und Preisflexibilität gegeben und befindet sich die Volkswirtschaft im Zustand der Vollbeschäftigung, konzentrieren sich die Effekte von Geldmengenänderungen auf Änderungen des Preisniveaus. Das erhöhte Geldangebot wird dann in Form eines steigenden Preisniveaus von der Geldnachfrage absorbiert. Bestehen aber Lohn- und Preisrigiditäten und befindet sich die Volkswirtschaft im Zustand unterausgelasteter Kapazitäten, treten zunächst Mengeneffekte und erst später Preiseffekte auf. Steigt das Realeinkommen, stellt sich die Frage, ob sich die Geldnachfrage proportional dazu verändert. Steigt das Preisniveau, tritt die Frage auf, ob damit über- oder unterproportionale Geldnachfrageänderungen verbunden sind.

Für die Wirkungen von Änderungen des Geldangebots in der kurzen Frist spielt die Zinselastizität der Geldnachfrage eine herausragende Rolle. Reagiert die Geldnachfrage sehr zinselastisch, wird ein großer Teil des zusätzlichen Geldangebots durch eine geringfügige Senkung des Zinssatzes unmittelbar von der Geldnachfrage absorbiert. In diesem Fall sind die Wirkungen auf das Realeinkommen und das Preisniveau gering. Bei einer geringen Zinselastizität der Geldnachfrage führt eine Ausdehnung des Geldangebots dagegen überwiegend zu Realeinkommens- und Preisniveaueffekten.

Neben der Identifikation der Variablen, die die Geldnachfrage bestimmen, und der konkreten Messung ihres Einflusses ist die Stabilität der Geldnachfragefunktion im Zeitablauf von zentraler Bedeutung. Nur wenn die unabhängigen Variablen die Geldnachfrage auf vorhersehbare Weise beeinflussen, lassen sich mit der Geldangebotspolitik die gewünschten Effekte erzielen. Eine instabile Geldnachfragefunktion beeinträchtigt nicht nur die Möglichkeit einer Prognose der Wirkun-

* Für die Durchsicht des Manuskriptes und wertvolle Anregungen danken wir unserem Mitarbeiter und Kollegen *Sven-Olaf Vathje*.

gen der Geldangebotspolitik, sondern kann auch selbst zur Auslösung von Instabilitäten im gesamtwirtschaftlichen Ablauf führen.

Probleme für die Stabilität der Geldnachfragefunktion ergeben sich zum einen aus Verhaltensänderungen der Geldnachfrager, z. B. als Folge von Schocks im realen Sektor, zum anderen aber auch aus institutionellen Änderungen im monetären Sektor (Umstellungen des geldpolitischen Instrumentariums durch die Zentralbank; Finanzinnovationen). Aufgrund des Sachverhalts, daß die Variablen, auf die die Änderungen des Geldangebots einwirken, gleichzeitig die Variablen sind, die auch die Geldnachfrage beeinflussen, kann eine Destabilisierung des Geldangebotsprozesses über eine Beeinträchtigung der Erwartungen ebenfalls zu einer Destabilisierung der Geldnachfrage führen. Dies ist insbesondere der Fall, wenn die Fähigkeit der Wirtschaftseinheiten, die Signale aus der Geldangebotspolitik richtig zu deuten, beeinträchtigt wird.

Wegen der sich in einem dynamischen Prozeß vollziehenden Interaktion zwischen Geldangebot und Geldnachfrage sind die in unzähligen Untersuchungen vorgenommenen Schätzungen von isolierten Geldnachfragefunktionen nicht unproblematisch. Die Interpretation der Ergebnisse aus der Schätzung von ökonometrischen Standardmodellen der realen Geldnachfrage führt zu einer Reihe von Unplausibilitäten, die letztlich die Entwicklung des Bufferstock-Ansatzes begünstigt haben. Im wesentlichen werden fünf Kritikpunkte vorgebracht:¹

1. Asymmetrische Anpassung

Die mit Anpassungskosten begründete Einbeziehung der endogenen zeitverzögerten realen Geldmenge in die Schätzgleichungen für die reale Geldnachfrage impliziert, daß sich die nominale Geldmenge bei Änderungen des Preisniveaus unmittelbar anpaßt, um die reale Geldnachfrage konstant zu halten, während die Anpassung der realen Geldnachfrage an das Realeinkommen und den Zins langsam erfolgt. Die Kritik lautet, daß es unplausibel ist, eine sofortige Reaktion der nominalen Geldnachfrage auf Preisniveauänderungen, aber eine zeitverzögerte Reaktion auf Änderungen von Realeinkommen und Zins anzunehmen.

2. Endogene Geldmenge

Die Annahme einer unendlich schnellen Anpassung der nominalen Geldnachfrage an Änderungen des Preisniveaus unterstellt implizit, daß das nominale Geldangebot eine endogene Variable des ökonomischen Prozesses ist. Hieran wird kritisiert, daß eine Endogenität des Geldangebots allenfalls kurzfristig als realistisch angesehen werden kann, wenn die Zentralbank bei konstanten Refinanzierungskosten die Geldnachfrage des privaten Sektors befriedigt. Mittel- bis langfristig ist jedoch von einer Exogenität des

¹ Vgl. vor allem *Laidler* (1980, 1982, 1993) und *Goodhart* (1989).

nominalen Geldangebots auszugehen. Eine Erhöhung des Preisniveaus resultiert dann daraus, daß das Geldangebot die langfristig gewünschte reale Geldnachfrage übersteigt und über die Preissteigerung das Gleichgewicht zwischen Geldangebot und nominaler Geldnachfrage wiederhergestellt wird. Die Anpassung erfolgt dabei um so schneller, je höher der Grad der Preisflexibilität ist, d. h. je höher die Inflationsrate ausfällt.

3. Lange Anpassungsverzögerung

Der in den empirischen Tests des Standardmodells fast immer ermittelte hohe und signifikante Koeffizient für die zeitverzögerte reale Geldnachfrage führt zur Ermittlung langer Pfade der Anpassung vom kurzfristigen an das langfristige Gleichgewicht. Hiergegen wird eingewendet, daß die Ergebnisse auf einer Fehlspezifikation der Schätzgleichung beruhen können, indem die zeitverzögerte endogene Variable Einflüsse erfaßt, die die Geldnachfrage tangieren, aber nicht explizit einbezogen worden sind (Problem der „missing variable“). Außerdem wird argumentiert, daß eine theoretische Begründung der starken Verzögerungen schwierig ist. Werden sie mit der Erwartungsbildung über künftige Gleichgewichtswerte von Preisniveau, Realeinkommen und Zins begründet, widersprechen sie dem Konzept, daß rationale Wirtschaftseinheiten bei ihren Prognosen über Zukunftswerte alle zur Verfügung stehenden Informationen bereits berücksichtigt haben. Werden transaktionsbezogene Anpassungskosten zu ihrer Begründung herangezogen, sind starke zeitliche Verzögerungen unplausibel, weil Geld die Vermögensart mit den geringsten transaktionsbezogenen Anpassungskosten darstellt.

4. Starke Zinsschläge

Die in den empirischen Studien des Standardmodells ermittelten geringen Zinselastizitäten der Geldnachfrage und insbesondere die hohen Koeffizienten der verzögert endogenen Variablen implizieren, daß Veränderungen des exogenen Geldangebots zu extrem starken Zinsschlägen führen müßten, wenn das veränderte Geldangebot von der Geldnachfrage kurzfristig voll absorbiert werden soll. Derartig starke Zinsschwankungen werden in der Realität aber nicht beobachtet. Hinter der Diskrepanz zwischen den empirischen Testergebnissen und den theoretisch zu erwartenden Werten wird wiederum eine mögliche Fehlspezifikation der geschätzten Geldnachfragefunktion, evtl. sogar hinsichtlich der Wahl eines geeigneten Zinssatzes, vermutet.

5. Stabilitätsprobleme

Der letzte Punkt betrifft die in vielen Ländern vor allem seit Anfang bzw. Mitte der 70er Jahre beobachtete Instabilität der Geldnachfragefunktion. So wurde z. B. in den USA die Geldnachfrage unter Verwendung der aus