

**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

<b>A. Einleitung</b> .....	13
<b>B. Internationale Eingebundenheit der nationalen Geldpolitik</b> .....	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 natio-	
nale Zins- und Zinsstrukturentwicklung .....	78
3. Wechselkursproblem und Implikationen für die nationale Geldpoli-	
tik .....	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
<b>C. Grundlagen für eine Geldpolitik bei internationaler Eingebundenheit</b> ..	142
<i>I. Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik</i> .....	142
1. Probleme einer strikt binnenorientierten 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
<i>II. Ansatzpunkte einer internationalen Koordination der Geldpolitik .....</i>	<i>165</i>
1. Koordination beim Wechselkursproblem .....	165
2. Koordination beim Leistungsbilanzproblem und beim Verschuldungsproblem .....	171
<i>III. Grundvoraussetzungen für einen wirksamen geldpolitischen Instrumenteneinsatz .....</i>	<i>175</i>
1. Sicherstellung eines hinreichenden Zentralbankgeldbedarfs .....	176
2. Flexibilität bei der Zentralbankgeldbereitstellung .....	179
<b>D. Zusammenfassung .....</b>	<b>185</b>
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>189</b>
<b>Sachwortverzeichnis .....</b>	<b>207</b>

## 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, Leistungsbilanzsalden, 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 strittig gewesen. Ein System flexibler Wechselkurse wurde dagegen vielfach als Garant für eine nationale Autonomie in der Wirtschaftsbzw. 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. binnenwirtschaftlich 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 binnenwirtschaftlichen Intentionen losgelöste, eigenständige bzw. internationale Einflüsse auf nationale monetäre Aggregate, wie z.B. auf die Geldmengenentwicklung und die Zins- sowie Zinsstrukturentwicklung. Die nationale Geldpolitik muß solche internationalen Aspekte in ihr Entscheidungskalkül einbeziehen, wenn sie vorhandene wirtschaftliche 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